全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2007年度亚马逊网站投资类超级畅销书

憨夺型投资者

Dhandho

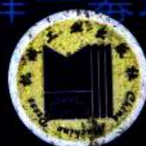
低风险高收益的投资模式

（美）莫尼什·帕伯莱（Mohnish Pabrai）著
陈龙 王华玉 等 译

彻底击破投资世俗理论的一本书，
击败金融学原理！
击败聪明人！



只有憨人才能夺取利润！
演绎一幕现实中的《阿甘正传》！





机械工业出版社
China Machine Press

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Dhandho

憨夺型投资者

Dhandho

低风险高收益的投资模式

（美）莫尼什·帕伯莱（Mohnish Pabrai）著
陈龙 王华玉 等／译



F830.59
PBL

只有憨人才能夺取利润！
演绎一幕现实中的《阿甘正传》！



机械工业出版社
CHINA MACHINE PRESS

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

序一
真能实现低风险和高收益吗

机械工业出版社邀请我为莫尼什·帕伯莱先生的著作《憨夺型投资者》中文版写序。这本书由王华玉主译，华玉是青年金融学者，虽然我不曾作为他的导师，但他听过我的课。五年前，我“下海归来”在课堂上认识了华玉同学，其后我们交往甚密，并从他出版的多部著（译）作中受益匪浅，于是我欣然接受邀请。

今天是端午节，我收到最多的短信是“内部消息：近期不要进入股市，否则宝马进去自行车出来；西服进去三点式出来；老板进去打工仔出来；博士进去疾呆出来；姚明进去潘长江出来；牵狗进去被狗牵着出来。端午节快乐!”看到这一短信，我的心里充满了苦涩。回想着在大牛市欢天喜地的日子里，广大投资者齐声高唱“死了都不卖”，现在是何等不同的景象！作为金融学者，这时我深深地感到自己有很多工作要做。

俗话说，当狂风吹起的时候，连猪都会飞；当市场崩溃的时候，连股神都无能为力，曾几何时，我国股市从1000点狂飙到6000多点的时候，据说中华大地诞生了几百万个“民间股神”。当这些“民间股神”集体嘲笑真正的股神——沃伦·巴菲特的时候（当时巴菲特在每股12元左右大量抛售中石油的H股股票，而中石油回归国内A股市场，上市首日的最高价竟然达到每股48.8元!），这些人终究没有逃脱最后反被无情嘲型的命运。

因此，我想和大家再一次讨论一下“投资理念”这个老生常谈的问题。但是，知易行难啊！这里的“知”，即“认知”，是指人类对现实世界运动规律的认识和实践经验总结，包括“直接经验”和“间接经验”两种。早在2007年2月8日我在《上海证券报》上发表的《坚持正确理念真的不容易》一文中，笔者就善意地提醒广大投资者要坚持正确的投资理念；在2007年6月5日（当日上午深沪股市近千只股票正在经历空前的连续第五个“跌停板”!），我在《第一财经日报》上又发

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表文章《反思我们的投资理念》；后来，在北京电视台第5频道的“天下财经”节目中，笔者又不遗余力地倡导科学的投资理念。

眼下，我国股市已经从6 000多点一路跌到3 000多点，广大投资者正在经历痛苦的煎熬。此时，各种悲观论调甚嚣尘上，比较典型的有“股市崩盘论”、“推倒重来论”等，这些论调从一定程度上影响了很多对股市认识不深的投资者，这些投资者或者由于恐惧而疯狂抛售自己手中持有的筹码、或者由于股市的剧烈震荡不敢冒然买进。其实，从另一个方面来看，这也许正是股市赋予投资者的又一次重大机会。正如巴菲特所言，别人都不敢买进的时候我下大注买进，别人都疯狂买入的时候我将会果断卖出。因此，巴菲特先生最终成为名副其实的股神，而我们的一些“民间股神”却仍然是普通的投资者。

恰巧此时，我拿到了莫尼什·帕伯莱先生的《憨夺型投资者》的中文版书稿，当我看到书的目录之后，不禁眼前一亮；快速读完书稿之后，我发现这本书的很多观点不正好表达了眼下我想对广大投资者说的话么？

作者莫尼什·帕伯莱将向人们介绍一种被称为“憨夺型”（Dhandho），即“低风险、高收益”的投资模式，开篇通过帕特尔汽车旅馆、巴尼拉尔、维珍以及米塔尔的投资案例，引出了其通过多年观察并亲身实践总结出来的投资模式。这种投资理念同传统金融教课书里所讲授的投资理念大相径庭，在传统教科书中，经典的投资观点都认为风险和收益是互斥的，要么承担较高风险获得较高收益，要么承担较低风险获得较低收益，而本书作者莫尼什·帕伯莱却通过这种被称为“Dhandho”的有效投资模式，教你如何做到低风险和高收益，这不正是广大投资者梦寐以求的吗？

作者通过9个章节的篇幅，从投资对象、投资时机、投资对象的特征、投资方式以及风险规避等角度向读者阐述了“低风险、高收益的投资方法”，即投资于现有企业、投资于简单企业、投资于低迷行业的低迷企业、投资于具有持久优势的企业、少投注、投大注、非经常性投注、注重套利、安全边际，切记要投资低风险高不确定性企业、投资于模仿企业，不要投资于创新企业。作者在阐述了“买什么”和“如何买”等进入环节的观点后，又通过一个古典故事——阿比曼纽的困境，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

道出了其对投资退出即抛售的看法；在最后两章里，作者以是否要依照股指进行投资和阿尔诸那的目标即集中投资目标结束了整本书的写作。

贯穿全书，作者以通俗易懂的案例介绍了其多年观察和实践总结出的“低风险、高收益”的价值投资方法，娓娓道来，深入浅出，并反复强调其成功投资的策略：“好了，赚得可观；糟了，赔得不惨!”。众所周知，巴菲特的投资有两大原则：“第一原则：千万不要亏掉你的本金；第二原则：千万不要忘记第一原则。”在这里，二者确有异曲同工之妙。

读完本书，我陷人沉思。目前我国的证券投资者是否能够从本书中得到一些有益的借鉴和启示呢?

中国证券业协会 CIIA 专家委员
徐洪才
2008 年 6 月 8 日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

序二
再谈价值投资理念的回归

自2007年11月份以来，由欧美金融市场次贷危机为导火索而引发的全球股市的剧烈震荡和下跌，也引发了我国证券市场自2005年年末以来单边快速上升行情的结束。从2007年下半年开始，我国股市经历了巨幅下跌，投资者悲观情绪蔓延，信心受到打击。

作为机构投资者的成员、证券市场的参与者，这段时间，我和我们的团队也一直在思考市场波动的内在规律以及如何有效规避或减少市场调整可能带来的损失。恰逢此时机械工业出版社的资深编辑找到我，希望为他们即将出版的莫尼什·帕伯莱的中文版《憨夺型投资者》一书作序。快速浏览书稿之后，我本人对书中作者提出的许多投资观点十分认同，也认为机械工业出版社在近期推出这本译著非常贴合市场的需求。因此，我欣然接受了出版社的邀请。

该书开篇通过几个实业投资案例引出了作者的观点，即追求“低风险、高收益”的投资效果。这一观点的确和我们往常所熟知的“风险收益对称”理论大相径庭。我们知道，对投资者来说，通常需要承担的投资风险和预期收益是对称的，如何可以做到“低风险、高收益”呢？本书作者为我们揭开了谜底，即在合适的时机买入合适的对象。那么，具体如何做呢？作者从第四章开始将价值投资的方法进行了逐一的介绍，例如：投资于现有的简单的企业、投资于低迷行业的低迷企业、投资于具有持久优势的企业等，阐明了价值投资所需挖掘的投资对象。接下来，作者又从另外一个角度阐述了价值投资的真谛：即注重套利、切记安全边际以及少投注、投大注、非经常性投注，而这些均是价值投资理念以及风险规避的真谛。那么，反观我国目前证券市场的现状，是否算是低迷时期呢，是否可以找到低迷行业的低迷企业呢？是否可以发现安全边际较高、套利机会较大的行业和企业呢？细细对比目前许多上市公司的市盈率、市净率以及企业每股收益的年复合增长率之间的关系，我想聪明的投资者您一定知道自己现在该做出怎样的投资行为了吧！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最后，借用为本书作序的机会，再次倡导投资者真正树立起价值投资的理念，也希望投资者能够真正认识到估值洼地、价值投资的机会更多地出现在市场低迷的时期，关键是大家投资信心的恢复和建立。衷心地祝愿广大的投资者都能达到作者所提出的“低风险、高收益”的投资效果。“好了，赚得可观；糟了，赔得不惨!”希望能有更多这样精彩的投资案例来启发我们，也希望能有更多的投资者尊重市场规律，修炼得越来越成熟。

国投瑞银基金管理公司总经理

2008 年 6 月 12 日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本书通过介绍帕特尔人、理查德·布兰森、拉克希尔·米塔尔等“憨夺型投资者”的创业经历，为读者阐述了一个关于“低风险高收益”投资模式的全新理念，它打破了人们心中“高风险高收益”的常规投资思维，无论对于创业者还是普通投资者都具有突破性的意义和指导作用。

Copyright © 2007 by Mohnish Pabrai.

All rights reserved including the right of reproduction in whole or in part in any form. This translation published under license.

版权所有，侵权必究。

本书版权登记号：图字：01-2007-3739

图书在版编目（CIP）数据

憨夺型投资者：低风险高收益的投资模式/（美）帕伯莱（Pabrai，M.）著；陈龙等译．—北京：机械工业出版社，2008.7
The Dhandho Investor

ISBN 978-7-111-24434-9

Ⅰ．憨…　Ⅱ．①帕…②陈…　Ⅲ．投资学　Ⅳ．F830.59

中国版本图书馆CIP数据核字（2008）第087600号

机械工业出版社（北京市百万庄大街22号　邮政编码100037）
策划编辑：王　峰　责任编辑：宋　娜
责任印制：杨　曦
三河市宏达印刷有限公司印刷
2008年7月第1版第1次印刷
170mm×242mm·10.5印张·1插页·128千字
标准书号：ISBN 978-7-111-24434-9
定价：30.00元

凡购本书，如有缺页、倒页、脱页，由本社发行部调换
销售服务热线电话：（010）68326294
购书热线电话：（010）88379639　88379641　88379643
编辑热线电话：（010）88379001
封面无防伪标均为盗版

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目　录

序一　真能实现低风险和高收益吗

中国证券业协会 CIIA 专家委员　徐洪才

序二　再谈价值投资理念的回归

国投瑞银基金管理公司总经理　尚　健

第一章　帕特尔汽车旅馆的投资方法 …… 1
第二章　马尼拉尔的投资方法 …… 13
第三章　维珍的投资方法 …… 21
第四章　米塔尔的投资方法 …… 27
第五章　低风险高收益的投资模式 …… 33
第六章　低风险高收益投资方法 101：投资于现有企业 …… 43
第七章　低风险高收益投资方法 102：投资于简单企业 …… 47
第八章　低风险高收益投资方法 201：投资于低迷行业的低迷企业 …… 55
第九章　低风险高收益投资方法 202：投资于具有持久优势的企业 …… 61
第十章　低风险高收益投资方法 301：少投注、投大注、非经常性投注 …… 67
第十一章　低风险高收益投资方法 302：注重套利 …… 79
第十二章　低风险高收益投资方法 401：安全边际，切记！ …… 91
第十三章　低风险高收益投资方法 402：投资于低风险高不确定性企业 …… 97
第十四章　低风险高收益投资方法 403：投资于模仿企业，不要投资于创新企业 …… 115
第十五章　阿比曼纽的困境：抛售的艺术 …… 127
第十六章　要不要依照股指投资，这是个问题 …… 143
第十七章　阿尔诸那的目标：勇士带来的投资经验 …… 151
致谢 …… 156

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一章

帕特尔汽车旅馆的投资方法

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

亚裔印度人大约占美国人口总数的1%，即300万左右。其中，人数相对较少的一个分支来自印度的古吉拉特邦，那里是圣雄甘地的出生地。帕特尔人是古吉拉特人中人数极少的一支，来自古吉拉特南部的一个范围很小的区域。尽管平均每500个美国人中还不足一个帕特尔人，但令人惊叹的是，整个美国超过半数的汽车旅馆都是由帕特尔人所拥有和经营的。更令人惊讶的是，35年前的美国甚至还没有帕特尔人。他们是在20世纪70年代初才开始以难民身份来到美国的，他们受教育不高、资本也不多。他们浓重的地方口音和蹩脚的英语口语也无助于自身的发展。从一个严重受限的状态开始，尽管一切都与他们格格不人，但帕特尔人却成功了。现在，作为一个群体，帕特尔人在美国拥有400多亿美元的汽车旅馆资产，每年缴税超过7.25亿美元，还雇佣了近100万名员工。这个人少而且贫穷的族群如何白手起家，最终控制了规模如此巨大的资产？可以用一个词解释，就是Dhandho。

Dhandho（发音为“当斗”）是一个古吉拉特语的单词，Dhan来自梵语的词根Dhana，意思是财富。Dhan-dho可以直译为“创造财富的奋斗”，也可以简单地译为“生意”。但如果不是创造财富，哪能称之为生意呢？

然而，如果我们研究一下帕特尔人“低风险高收益”的投资模式，Dhandho的内含就又缩小了。我们都知道赚取高回报需要承担较高的风险。Dhandho却将此推翻了，他们在追求回报最大化的同时将风险降至最小。老套的帕特尔人将这种根深蒂固的无风险的Dhandho模式自然而然地运用到了所有的经营活动中，这对他们就像呼吸一样自然。因此，Dhandho的最佳解释就是几乎不承担风险地创造财富的奋斗。

不仅每个企业家都应该努力学习帕特尔人低风险高回报的投资模式，资本的投资者和分配者更应首当其冲地去学习。Dhandho是最佳的资本分配方式。如果投资者能够以基本无风险的投资获得超额的回报，并且能够这样不断投资下去，就会取得惊人的收益。Dhandho就是帕特尔人在过去三十多年里用来实现其资产净值呈几何级数增长的方法。

我将努力超越自我的局限为你讲述帕特尔人的经验。坐定、放松、来一杯冷饮，然后静下心来。你也将开始一段非凡的阅读旅程，一段我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

希望会让你获益匪浅的旅程，像我和世代帕特尔商人一样获益匪浅。

古吉拉特濒临阿拉伯海，拥有漫长而优美的海岸线和数个天然海港，北回归线穿越其中。几个世纪以来，那里一直是印度与亚洲和非洲邻国进行贸易的理想地点。在其灿烂的历史进程中，那里也一直是许多不同文化交融的熔炉。12 世纪，逃离伊朗宗教迫害的拜火教徒作为难民来到古吉拉特，得到了热情的收留。同样地，19 世纪上半叶，伊斯玛仪派教徒也从伊朗来到了这里。数个世纪里，古吉拉特人都非常习惯去其在亚洲和非洲的邻国旅行，并习惯了与这些国家进行贸易。

帕特尔人最早被称为 Patidars，可以简单地译为地主的意思。古吉拉特的大部分村庄都有一个由统治者册封的地主，负责收取地租、保卫安全和经营农场。在中世纪，这些地主是根据他们管理和耕作技术的高低选拔出来的。帕特尔人通常都是大户人家，随着土地被划为越来越小的片块分给子孙后代，农耕逐渐变得难以维系生活了。19 世纪末 20 世纪初，伊斯玛仪人和古吉拉特的帕特尔人就大量移民到了东非的乌干达，从事贸易或成为铺筑铁路的合同工人。

几个世纪以来，帕特尔人和伊斯玛仪人都是非常善于经营的群体。在随后的几十年里，他们逐渐控制了乌干达的大部分商业。伊迪·阿明将军于 1972 年开始掌控乌干达政权，进行独裁统治。他宣布“非洲是非洲人的非洲”，非非洲人都被强迫离开。阿明不喜欢帕特尔人操控乌干达的经济。尽管这些被称为“非非洲人”的帕特尔人和伊斯玛仪人大都出生于乌干达，世代生活于此、别无他乡，而且他们所有的生意和财产都在乌干达国内，但阿明却全然不顾。对他而言，非洲是非洲人的非洲，就是这么简单。

阿明取消了所有亚洲人的居住权，无论他们是否可以返回自然所属国。乌干达政府强占了他们所有的生意，且没有任何补偿地将其收归国有。截至 1972 年底，共有 7 万古吉拉特人被剥夺了所有的财产，并被驱逐出乌干达。

在 1972 年和 1973 年，几个世界热点问题对这些无家可归的帕特尔人后来的命运产生了重大影响。1971 年，由于孟加拉国的建立以及因其独立而引发的印巴战争，使印度卷入了极其严重的难民危机而动荡不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

安，成百万计的穷困潦倒的孟加拉难民涌入了印度。在此形势下，印度政府遂于是被乌干达驱逐的印度裔有进入印度的权利。

阿明对帕特尔人的驱赶正值越南战争的尾声，美国当时正在应付大批越南难民的涌入。虽然总统尼克松和国务卿基辛格都很了解乌干达的形势，也同情帕特尔人的遭遇，但仍然对接收印度裔难民的数量进行了限制。作为英联邦国家的臣民，绝大部分帕特尔人和伊斯玛仪人在英格兰和加拿大得到了安置，另外有几千个家庭作为难民被美国接收了。

最先来到美国的一些帕特尔人开始经营汽车旅馆，随后到来的数千名帕特尔人也跟着先行者开办起了汽车旅馆。为什么选择汽车旅馆？为什么他们几乎全都踏入同一个行业？

如果我们检视一下族群迁入异地的历史，就会发现一种规律。在芝加哥，许多早期的爱尔兰移民成为了警察，而大部分家庭保姆都是波兰人。在纽约，韩国人占据着熟食店和杂货店的经营权；中国人经营着这个城市的许多洗衣店；大部分出租车司机都是锡克教教徒和巴基斯坦人。在加利福尼亚州圣荷西国际机场有一个特别的景象，大多数汽车租赁服务员都是年长的锡克人，带着头巾。拉斯维加斯的很多出租车司机是东欧人。迪拜的大部分妓女来自东欧或俄罗斯。

同一族群的人容易集中在同一特定行业的原因在于，人们选择工作的时候在很大程度上会受到榜样的影响。如果某人与我相似，具有同样的成长背景，属于同一宗教序列，读过同一所学校并且生活过得很好，那么他自然就会对我的人生选择产生巨大的影响。居住在城里身材高大的非洲裔美国孩子通常会注意到同样高大的非洲裔美国成年男子正在为NBA效力，过着令人艳羡的生活。他们也意识到这些NBA明星的童年大都与自己目前的情形十分相似。这就会成为激励他们苦练篮球技术的巨大动力。

然而不免还有疑问：为什么最早来到美国的那批帕特尔人偏偏经营汽车旅馆，而不是熟食店、洗衣店或药店？为什么是汽车旅馆？为什么不去找一份工作？部分原因在于20世纪70年代初美国的人口变化。第二次世界大战后，美国开展了大规模的郊区和州际高速公路系统的建

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

设。拥有汽车已经成为了中产阶级的一个标志，美国家庭经营的汽车旅馆便沿着新建的州际公路开始出现。1973年阿拉伯石油禁运和美国经济政策失误导致了全国性的严重萧条。

汽车旅馆的消费自由度很大，经济萧条以及受到严格控制而且居高不下的油价导致入住率大幅下跌。许多规模小、无特色的汽车旅馆因银行追债而强制关闭或以低廉的价格转让。同时，汽车旅馆经营者的子女逐渐长大，他们看到了汽车旅馆业之外还有其他很多机会，也纷纷离开去别处寻找财富。

帕特尔先生

那是1973年。帕特尔先生被驱逐出乌干达的坎帕拉，作为难民与妻子和三个孩子来到了美国。之前他用了大约两个月的时间盘算着离境事宜，已经将财产尽可能地转化为黄金和其他货币，并成功地带出了乌干达。但数目不是很多，只有几千美元。为了养家糊口，他尽快尝试适应异乡的环境。却发现以他奇特的口音和蹩脚的英文，能做的充其量是一份杂货包装的工作，且只能赚取最低的工资。

帕特尔先生留意到一家拥有20个房间的小型汽车旅馆正在以非常便宜的价格向外转让，于是开始考虑自己是否收购。如果他收购下来，卖家或银行也许会借贷给他收购价格的80%～90%的资金。他的家人也可以住进去，且无需支付房租。他只需要支付几千美元的现金就可以把这个地方收购下来。最后他从自家和亲属那里共筹集了5 000美元现金，买下了那间汽车旅馆。附近的一家银行和卖家同意他以抵押方式收购那间汽车旅馆。就像率先来美国的一个帕特尔人达亚买·帕特尔所说："这只需要很少的投资，还解决了我的居住问题，我们全家都可以在那里生活和工作。"

帕特尔先生认为家人可以住其中的几个房间，所以全家不用租房或支付按揭，而且也基本不使用汽车。再小的汽车旅馆也需要24小时的前台服务，需要打扫房间、换洗用品，因此至少需要4个人每天工作8小时。但帕特尔先生解雇了所有的雇员。帕特尔夫妇将大量的时间用于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

工作，处理各种经营事务。孩子们在晚上、周末和节假日也来帮忙。达亚买·帕特尔回忆早期的经营说："我本人担当前台接待、木匠、管道工、保姆、电工和洗衣工，无所不干。不雇用帮手，严格控制开支。"帕特尔先生的汽车旅馆成为了周围所有旅馆中运营成本最低的一个。他提供的房价最低，却保持着与旅馆前任经营者和其他竞争对手同样（甚至更高）的利润率。结果，他的旅馆实现了较高的入住率，从而带来了相当可观的利润。其竞争对手开始发现自己的入住率下降，并感到了价格上的巨大压力。他们的成本结构使他们的价格无法低到帕特尔汽车旅馆的价格，因此入住率和利润飞速下降。

传统的帕特尔人是素食主义者，生活非常简朴。20世纪70年代，美国的餐馆大都不提供素食餐，所以他们在家吃饭更舒服也更便宜。他们日夜忙碌地经营汽车旅馆，很少有时间娱乐。这样，一家人的总体生活花销相当少。只使用一辆破旧的汽车，不用支付住房按揭、房租和水电费，没有上下班通勤、在外吃饭、度假和各种娱乐的消费，帕特尔先生一家每年用不上5 000美元就可以生活下去。

20世纪70年代的物价较现在低得多，最低工资只有每小时1.6美元。即使帕特尔夫妇都从事一份全职工作，每年最多也只能收入6 000美元。如果他们以5万美元的超低价格购买一家拥有20个房间的汽车旅馆，只支付5 000美元现金，其余部分依靠借贷，那么即使房价为每天12~13美元，入住率为50%~60%，旅馆也能带来5万美元的年收入。

20世纪70年代初，国债的收益率大约为5%，因此旅馆的转让方和银行都很愿意以利率为10%~12%的抵押贷款形式吸引收购。帕特尔先生每年支付的利息大约5 000美元，还款5 000美元，另外支付5 000~10 000美元用于旅馆的日常供应、维护和水电费，总支出在20 000美元之内。即使一家人每年还要支出5 000美元的生活消费，除去缴税帕特尔先生一年也可以净赚15 000美元。如果他向另外一个帕特尔人借来5 000美元，那么四个月后就能还清借款。他甚至可以在三年后就能够还清收购旅馆的银行按揭。

投资5 000美元的年收益率竟高达400%（投资年收益为20 000美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元，15 000 美元为现金收益，5 000 美金用于偿还贷款本金）。如果这5 000美元是向另外一个帕特尔人借来的，那么其投资收益率就相当于无限大，因为自己的投入为零，而一年的收益为 20 000 美元。你会说这简直太棒了，但如果生意经营不善怎么办？如果失败了怎么办？

因为是第一次购买汽车旅馆，帕特尔先生不仅要抵押财产，而且通常还要向借方出具个人担保。但是帕特尔先生名下最多只有 5 000 美元，所以个人担保无足轻重。如果他不能按期偿还贷款，银行就会收走抵押财产，但他除了汽车旅馆外没有任何财产可收。而且银行不会愿意收走旅馆，因为它本就不是经营旅馆的。银行很难变卖一个赔钱的汽车旅馆，贷款的损失还是无法补偿。

简而言之，如果帕特尔先生不能经营好汽车旅馆，那么没人能。银行最好的出路就是与帕特尔先生合作，让汽车旅馆赚钱。因此，银行将会同意重新协商条款，帮助帕特尔先生渡过难关。它可以允许延迟几个月偿还本金和利息，直到情况好转，它可以通过提高利率来补偿自己的损失。只要帕特尔先生还是汽车旅馆的老板，一家人还住在那里，他就只有竭尽全力用心经营，别无选择。不去赚钱就要穷困潦倒、无家可归。

但注意，汽车旅馆不是一个新兴的行业，它具有稳定的经营模式和多年来形成的固定现金流量和利润率。它不像火箭科学那么复杂，简单到只要低成本运营就能保证竞争优势，而没有人能像帕特尔先生那样将成本压得很低。汽车旅馆业随着经济形势而波动。最后，形势终于得到了扭转，银行可以及时得到还款，皆大欢喜，当然最高兴的莫过于帕特尔先生了。

让我们看看这笔投资，可能会出现的三种情况。

第一种情况是，5 000 美元投资的年收益率达到 400%。让我们假设这样的收益持续 10 年，然后以收购价格卖掉旅馆（50 000 美元）。这好比购买债券，每年所得利息率为 300%，第十年最终达到 900%。这相当于 21 个包装工人的所得，10 年内保持着年收益率超过 50%。以 10% 的折现率计算，折现现金流量（Discounted Cash Flow，DCF）的分析如表 1-1 所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 1-1 折现现金流量（DCF）最佳情形时的分析表

年　序	自由现金流量（$）	未来现金流量的现值（$ MM）
现金余额		0
1	15 000	13 636
2	15 000	12 397
3	15 000	11 270
4	15 000	10 245
5	15 000	9 314
6	15 000	8 467
7	15 000	7 697
8	15 000	6 998
9	15 000	6 361
10	15 000	5 783
10	售价 50 000	19 277
总计		111 445

第二种情况是，经济陷入严重衰退期，生意连续几年下滑。银行与帕特尔先生合作，像上文提到的那样重新协商贷款条件。帕特尔先生的投资在前五年没有回报，然后随着经济复苏和发展开始每年赚取 10 000 美元增量的自由现金流量（即五年后年收益率为 200%）。第十年以收购价格卖掉旅馆。这样相当于购买债券，前五年里利息所得为零，后五年每年所得利息率为 200%，最后达到 900%（见表 1-2）。这相当于 7 个包装工人所得，即连续 10 年年收益率超过 40%。

表 1-2 折现现金流量（DCF）中等偏下情形时的分析表

年　序	自由现金流量（$）	未来现金流量的现值（$ MM）
现金余额		0
1	0	0
2	0	0
3	0	0
4	0	0
5	0	0
6	15 000	5 645
7	15 000	5 131
8	15 000	4 665
9	15 000	4 240
10	15 000	3 854
10	售价 50 000	19 277
总计		42 812

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三种情况是，经济陷入严重衰退期，生意下滑。帕特尔先生无力偿还贷款，银行收走旅馆，投资失败。这样，年收益率就是100%。

这三种情况基本涵盖了一切可能性。可以假设第一种情况发生的概率为80%，第二种为10%，第三种为10%。这已经是很保守的估计了，相当于假设汽车旅馆经营比预期差的可能概率为1/5。而且汽车旅馆是以相当低的价格收购的，由优秀的、善于管理和压低成本的老板经营着。我们还假设年内汽车旅馆本身不会增值，住宿价格也不增长，这在实际中是根本不可能的。即使依据这样保守的估计，年收益率也极有可能超过40%。这笔投资的预期现值约为9.34万美元（0.8 × $ 111 445 +0.1 × $ 42 812）。就帕特尔先生而言，失去5 000美元的可能性为10%，赚10万美元的可能性为90%（10年赚20万美元的可能性为80%）。我想这是个显而易见的明智的投资行为。

如果你去赌马，赢取20倍赌注的几率为90%，输掉赌注的几率为10%，你会不会下注？当然会！你会整天都在下注。将很大一部分资产投入收益如此可观的机会中是明智之举。这样的投资不无风险，但风险很低、收益很高。“好了，赚得可观；糟了，赔得不多！”

你仍然怀疑风险是否真的很低。你可能会说如果都投进去，破产的可能性也真实地存在着（就像帕特尔先生那样）。

帕特尔先生的确将其所有都投入于此，但他还留有后路。如果贷方收走了旅馆，他和他的妻子仍然可以找个杂货包装工作，每周工作60小时，而不是40小时，并且努力的存钱。1973年最低工资标准为1.6美元/小时，他们每年可以赚9 600美元，税后每年还可以拿到2 000 ~ 4 000美元。两年后，帕特尔先生又可以重操旧业，再买一处汽车旅馆进行新一轮投资了。

连续两次投资失利的可能性是1%，至少成功一次的可能性大约是99%。如果成功了，就会得到20倍的回报。那就是以超低风险获取超高收益的投资，非常值得试试身手。“好了，赚得可观；糟了，赔得不多！”

有这样多的现金流量，帕特尔先生很快就变得很有钱了。但他仍然保持着适度的生活方式。他的长子几年后长大成人并接管了旅馆的经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

营。帕特尔家买了一幢普通的房子，然后去收购另外一处汽车旅馆。

这次他们收购了一个有 50 个房间的大旅馆。尽管已经不再居住在汽车旅馆里了，但一家人还是独自承担着汽车旅馆的大部分工作，基本不雇佣帮手。这个经营模式很简单，就是坚持将成本降至最低，使其房价低于竞争对手，提高入住率，尽量增大自由现金流量。最后，陆续将汽车旅馆交给帕特尔的亲属来经营，同时不断增加新的资产。

这样，久而久之就产生了滚雪球效应，形成了惊人的大雪球，即美国半数汽车旅馆都由帕特尔人所有。完全控制了汽车旅馆市场后，帕特尔人开始收购高级酒店，并涉足其他许多经营领域。在这些领域，他们能够施展低成本经营模式获取绝对竞争优势，如加油站、当肯甜甜圈快餐店和便利店（7-Elevens）等。还有一些已经投入开发的高档分时度假公寓楼。这个雪球继续在长长的山坡上滚动，并且越滚越大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二章

马尼拉尔的投资方法

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

帕特尔汽车旅馆的投资是成功的，但好像是得益于20世纪70年代那个时代赋予的巨大商机。现在恐怕不能照搬同样的做法。那么就看看下能否用马尼拉尔·沙乌达里的经历来驳倒帕特尔模式。马尼拉尔不是帕特尔人，但与帕特尔人有着相同的背景，来自古吉拉特，也具有同样的文化和宗教信仰。他像老套的帕特尔人一样，骨子里蕴藏着追求低风险高收益的钻营精神。

2006年情人节那天，南加利福尼亚州的天气晴朗怡人。我离开位于尔湾的办公室去采访马尼拉尔。他在加州的莫雷诺谷经营着西佳汽车旅馆——位于内陆地带的一片沙漠腹地，距海约50英里。我们一位共同的朋友曾向我简单讲述了马尼拉尔成功的创业经历，我很感兴趣，于是就主动联系他预约了这次采访。

马尼拉尔54岁，为人低调、彬彬有礼，又很诚实、勤奋和可爱。他在古吉拉特出生长大，家中有四个兄弟和两个姐妹。一个兄弟于20世纪70年代移民至美国，落户于旧金山湾地区。马尼拉尔曾在印度学过会计、做过财务。1991年，那个兄弟帮助他获得了美国绿卡，他就与妻子和孩子一起移民到了美国。

他来到旧金山时基本没有什么钱财。他的兄弟先收留了他们全家，马尼拉尔便开始找工作来赚钱养家。尽管马尼拉尔来美国之前就能说英语并且我们见面时他已经在美国15年了，但我还是很难听懂他蹩脚的、口音浓重的英文，尤其在电话交谈时。见面交谈时好多了，但15年前他在就业市场上寻找工作时，英语肯定是他获取工作的一个巨大障碍。

没有在美国的工作经历和任何推荐，加上英文的障碍，他当然找不到一份白领会计工作，最后只好放弃这种无用功。马尼拉尔身陷赚钱养家的压力之中，那时他甚至愿意从事任何赚取最低工资的工作。20世纪90年代初，美国深陷经济衰退的泥潭中，找工作更加困难了。马尼拉尔的第一份工作是在加油站赚着最低的工资。工作从下午3点到第二天早上7点，每天工作16小时，每星期工作7天，每周工作时间多达112小时。

马尼拉尔偶然听说南加州一个由帕特尔人经营的电脑电源生产厂切诺基国际当时正在扩张和新增雇员，于是前去参加面试并得到了一份工

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作。他将家搬到南加州，他的兄弟借给他们一些钱帮助他们安顿下来。

在切诺基，他全日制式地工作，加班时间长到公司允许的极限。切诺基看到他具有一定的财务技能，便将他安排在库房协助管理库存。他的工资稍高于最低工资标准。几个月后，他另外两个兄弟和一个姐妹（以及他们各自的家人）也来到那里共同居住在一个小寓所里。很快，大家庭里所有的成年人都陆续加入切诺基，从事与组装生产线相关的工作。其中的一个兄弟是单身。七个成年人一同工作，家里的钱渐渐多了，马尼拉尔和其他兄弟姐妹开始努力存钱。

他们首先需要稍大一些的居住环境，于是决定买一所大房子。1994年，他们倾其所有——大约6万美元的存款，在舒适的加州小镇山麓牧场购买了一幢价值20.3万美元的房子。同年，马尼拉尔又在德士古公司的加油站找到了另一份工作。从此他从上午8点到下午5点在切诺基工作，然后从下午5点半到晚上11点在加油站上班。加油站的波斯人老板发现了马尼拉尔正直勤劳的品质，就让他承当起加油站经理的工作。除了工资外，他还付给马尼拉尔加油站纯利润的10%作为报酬。马尼拉尔如同自己就是老板一样经营着加油站。他根据需要或雇佣或解雇人员，保证加油站经营的顺畅。

马尼拉尔渐渐熟悉了加油站的业务，比如各种产品的买卖差价、运营成本、行业利润等。到了1998年，沙乌达里家为来美国的那个姐妹一家买了一套公寓单元房，并在山麓牧场又买了一处价值为16.9万美元的住所。他们继续过着简朴的生活。从最开始，四个兄弟姐妹就商定每家每月拿出500美元存入一个共用账户。用这些集资支付他们第一个住所的首付款。后来陆续购置房产的钱也从集资账户里出。他们都生活简朴，且没日没夜地工作。这样，他们就没有多少空闲时间来娱乐了。马尼拉尔告诉我，他们刚来那两年还时常外出旅行，到一些旅游景点游玩。后来，他们就没兴趣旅游了，所有人都工作很长时间并且经常加班。尽管工资很低，但一年下来每个人都能收入几千美元。

1998年，马尼拉尔希望这个大家庭可以共同买下一个小生意自己经营。他想到加油站、酒铺或洗衣店什么的。他所在的那个德士古公司加

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

油站老板支持他的想法，并告诫他不要考虑酒铺，因为会遇到很多犯罪和其他令人头痛的事情。一些帕特尔人还建议他开汽车旅馆，但那时在南加州，这需要投入几百万。他不断寻找目标，但一直找不到合适的。他保持着耐心。2001 年 9・11 事件后，旅游业遭遇大滑坡，汽车旅馆的入住率和价格都大幅下降。

切诺基雇佣了很多帕特尔人。其中，阿绍克・帕特尔还是公司的副总裁。他喜欢马尼拉尔，表示愿意入伙投资马尼拉尔的任何生意。9・11事件之后，马尼拉尔偶然看到莫雷诺谷的西佳汽车旅馆正以 450 万美元的价格出售。那是紧邻高速公路的一处占地约 3 英亩的绝佳地产，购买下来需要 140 万美元的首付。马尼拉尔和兄弟姐妹当时有 22.5 万美元的存款，还可以利用他们已经升值的房产得到约 12.5 万美元的住房增值贷款。

最后，沙乌达里家投资 35 万美元现金，拥有了那个汽车旅馆 25% 的权益；阿绍克・帕特尔投资 25.2 万美元，占 18% 的权益；马尼拉尔另外三个朋友每人投资 26.6 万美元，每人占 19% 的权益。莫雷诺谷西佳汽车旅馆的所有权益分配如表 2-1 所示。

表 2-1 莫雷诺谷西佳汽车旅馆的所有权益分配

所 有 者	(%)
马尼拉尔及其兄妹	25
阿绍克・帕特尔先生	18
马汉德拉・帕特尔先生	19
拉维・帕特尔先生	19
卡努・帕里克先生	19
合计	100

马尼拉尔对我说，自己的钱无论交予何人、投入何种经营领域，他都会非常担心。然而，这次是他亲自经营那个汽车旅馆，而且还是别的投资者将钱交予他来经营。我对他说我经营帕伯莱基金也是这样，我不用过于担心我的投资人，因为是我拿着他们的钱而不是他们拿着我的钱。

马尼拉尔辞去在切诺基的工作开始全职经营汽车旅馆。他也赚工

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资，利润按合伙人各自的所有权益份额分配。

四年后，那个汽车旅馆的市值超过了900万美元，增长了100%。而且在过去四年内，总计310万美元的贷款已得到了部分偿还。假设每年还贷20万美元，现在就剩下230万美元未还。他们首付的140万美元现在增值为670万美元了，这相当于年收益率达到了48%这个令人震惊的数字。

不只如此。我们还没计算过去四年内这笔投资带来的经营收益。2001年马尼拉尔刚刚接手这个汽车旅馆时，入住率在60%以下，住宿价格为每晚55美元，总收入不到160万美元。

现在平均入住率达到了65%，住宿价格平均每晚70美元上下，总收入大约210万美元。四年内总收入增长了50万美元左右。算上主要成本支出可能增加的15万美元，扣除支付给马尼拉尔的高薪，汽车旅馆每年产生的自由现金流量可能超过80万美元。

让我们从马尼拉尔的角度算一笔经济账。他的年薪至少5万美元，比在切诺基和加油站都高出很多。他一家用35万美元投资这个“汽车旅馆债券”，开始时一年能得到12.5万美元的利息，然后每年增长大约2.5万美元，现在每年已经能够拿到20万美元左右了。开始时这个债券支付36%的利息，现在的利息率为57%。而且，如果四年后他们打算卖掉债券，就不只是拿回投资的35万美元，而是五倍于最初投资的数额。

马尼拉尔正忙于在加州奇诺岗新建一个快捷假日酒店。他以130万美元买下那块地，预计建酒店的总耗费约为800万美元，年收入约为230万美元。当然，他对我透露的财务细节还是有所保留的。我怀疑西佳酒店进行过再融资，投资者取出他们的钱然后再注入一些。通过再融资以及西佳酒店雄厚的现金流量，奇诺岗的酒店和其他项目得到了资金支持。

家庭成员们开始拥有各自的资产。一个兄弟和一个姐妹在犹他州分别拥有和经营一个小型汽车旅馆。每个旅馆都有40~50个房间，以25万美元的首付购买下来。这两个兄弟姐妹和他们的配偶辞去了在切诺基的工作，开始经营汽车旅馆。一个兄弟仍留在切诺基工作。马尼拉尔仍

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然简居在山麓牧场那个 1994 年购买的房子里。孩子们也都非常优秀。他们大都是专业人员，如医生和牙医等。女儿 32 岁，已婚，有两个孩子，也刚在犹他州买下一个小型汽车旅馆，并和丈夫一同经营。

以上就是我说的马尼拉尔投资方法。他努力工作，尽力存钱，将所有存款投入一个显而易见的有利的投资中。由于 9·11 事件对旅游业的严重影响，汽车旅馆业受到了打击。在住宿价格和入住率跌至谷底之际，马尼拉尔进入这个行业开始投资。他为此寻找了三年，耐心地等待时机成熟。他的经典投资经验就是“少投注、投大注、非经常性投注”。就像投掷硬币一样，“如果是正面，我赢；如果是反面，我输得也不多！”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三章

维珍的投资方法

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现在你可能会说："瞧，帕特尔人和马尼拉尔都干得相当棒，我向他们致敬。他们的经历很有趣，但不能被其他人照搬过来。我不能将我的兄弟姐妹及他们的家人搬到一起共同生活好几年，从而最大限度地存钱以构建一个汽车旅馆王国。我不愿意每星期工作 100 小时，也不愿意和我的家人多年都住在汽车旅馆里。"你可能会认为，这是由于他们的家庭环境或基因里蕴藏的某种东西在起作用，使得他们能够以这种特别的方式过日子和做生意。我们和他们不同，不能像他们那样走"低风险高收益"的道路。

为了消除这种想法，让我们看另一个成功实践这种"低风险高收益"模式的企业家案例。理查德·布兰森不是帕特尔人，也不是来自古吉拉特或印度。他来自英格兰的萨里，却同帕特尔人一样成就辉煌。而且他还能尽情享受生活，追求幸福。他和帕特尔先生好象没有什么共同之处，但他们选择的投资模式却非常相似。他们都是"低风险高收益"模式的忠实实践者。让我们从维珍航空公司开始探究如何做到以最少的资本投入、基本不承担任何风险地创立实业。

在 1984 年，理查德·布兰森还对航空业一无所知。他从 15 岁就开始了创业生涯，成功地创办了一个优秀的唱片录制发行公司。

当时有人向布兰森提出了一个商业计划，建议他去经营一架往返于伦敦和纽约之间只设经济舱的客机。布兰森意识到，如果唱片公司的老板都收到了一个涉及营运波音 747 巨型喷气式客机的商业计划，那么这份计划书在此之前可能已经被别人拒绝过至少 3 000 次了。他也知道，对行业界限意识很强的商人肯定早就拒绝了这个提议。那份商业计划书认为现有的运营商不能满足行业需求，所以他在接下来的那个周末里一直拼命打电话联系其他几个飞行那段航线的廉价航空公司，但是一直打不通。

他得出的结论是：或者是那些运营商无能，或者是市场需求太大，这都意味着他可以与他们展开竞争。他同时也对原来的商业计划书进行了较大修改，决定采用一种特殊的两舱服务。

他整个周末都在仔细考虑这个计划。周一，他找到自己音乐公司的合伙人和高管们，说他有意去经营客机。他们对他说："理查德，你简直是疯了。"他得买一架 747 巨型喷气式客机，那也是当时最昂贵的飞

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

机。他们质问道："你知道那要花多少钱吗?"他们表示没兴趣，也不同意这个疯狂的想法。

布兰森坚持自己的意见。他打电话到西雅图的查号台，查询到波音公司的主机号码。他对公司前台说要找到有关负责人商谈租赁一架747巨型喷气式客机的事宜。他的电话被转接多次后，终于到了负责人那里。他问波音公司有没有一架旧的巨型飞机正处于闲置状态。那个人说有这么一架。布兰森就接着问波音公司是否可以考虑将这架飞机出租一年。也许是波音公司的雇员被电话那边的英国口音所愉悦，他说他们已有几个客户正在申请，公司会考虑将其租给其中一个常客。布兰森锲而不舍，并索要报价。

波音提供给他基本的报价，然后布兰森算出他创办维珍航空公司的全部支出和可能的最大负债总计仅为200万美元。他的唱片公司预计当年盈利1 200万美元，第二年盈利2 000万美元。

布兰森注意到，只经营一架飞机的航空公司允许在飞机落地30天后再支付燃油费，15~20天后再支付员工工资，但却可以在飞机起飞前20天左右收到所有的机票款。这样就对营运资本的需求量非常小。而且从波音公司那里可以短期租赁飞机，还不用购买飞机。

布兰森雇佣了少量地勤人员，并在报纸上登广告，开始接受机票预定。歌手乔治男孩的唱片是由维珍公司制作的，布兰森和他是好朋友。为了激励维珍航空公司早期员工的士气，调动他们的工作热情，布兰森将乔治男孩带到维珍航空公司总部所在的伦敦盖特威克机场的货物起卸区与员工们见面。员工们很喜欢这个活动，但乔治男孩却惊讶于总部的一片混乱。他后来对布兰森说："我庆幸我的双脚还在地面上。"那是非常杂乱的创业之初。

如今在硅谷，如果谁有创业的想法，通常会考虑制作一份精美的商业计划书，会考虑公司一定要设有电梯通道这些细节，会考虑一定要筹集至少6 000万美元的创业资本进行基础设施建设等。布兰森却没有顺着这个思路走。他的"商业计划书"用了一个周末的时间完成，而且是在头脑中勾划的。没有书面的商业计划书，新公司没有董事会或顾问，没有风险投资人，也没有天使的帮助。一切都是由一个没有任何航空业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从业经验和专长的人完成的。

我对维珍航空公司案例的总结就是：既然你能成功创办一个公司，那个公司需要拥有一架价值2亿美元的747巨型喷气式客机和一些雇员，又处于一个受到严格管制的行业，而你却基本没有投入任何资本，那么你就能以最少的资本成功创办任何你想创办的公司。你要做的就是发挥创新思维和寻找解决问题的新方法，而不是筹集资本。

布兰森发现了航空服务供给不足的情况，然后投资这个领域。当短缺的局面有所缓解，英国航空公司等其他竞争对手觉察出来的时候，他已经树立起了强大的品牌。直到现在，维珍航空公司还在这个竞争激烈的行业中提供着非常特别的服务产品。维珍航空公司的投资模式完全体现了“低风险高收益”的原则。“好了，赚得可观；糟了，赔得不多！”

现在的维珍集团是一个涵盖200多个业务部门的私营集团，年收入约70亿美元，每年产生的自由现金流量达6~7亿美元。集团的200多个业务部门在创办之初的资金投入都很少。“好了，赚得可观；糟了，赔得不多！”

2005年，它们推出了一系列名为维珍脉冲的电子产品，投放到零售商塔吉特的各大店铺中。塔吉特要维珍开发一种专供其销售的系列个人电子产品，并许诺店铺会在首要位置摆放这些产品，这样维珍几乎不用承担任何分销成本或风险。维珍让时尚的设计公司爱步设计款式，又找到一家中国公司组织生产，从而确保良好的利润。这样，即使赔钱也是很有限的，但如果赚了，就会赚很多钱。承担风险的主要是生产厂家，在确定的订单外还要继续保持一定的生产量；还有塔吉特公司，每家店铺都要腾出很多宝贵的货架来摆放这些产品。为发布新品，维珍集团安排布兰森在纽约的一个晚会上与众多身配维珍脉冲产品的美艳模特共同跳舞。这一切都没投入多少钱，又一次典型地应用了“低成本高收益”模式。“好了，赚得可观；糟了，赔得不多！”

另外一个典型案例是维珍移动——维珍在美国经营的移动通信公司。维珍移动并不占有和经营那个移动通信网络，Sprint公司以维珍移动的品牌提供所有的支持和服务。维珍的这个业务主要针对青少年，注重提供青少年喜欢的服务内容，如时尚手机、手机外壳、预先支付的手机卡和以青少年为核心的维珍品牌。维珍的投资非常少。如果业绩不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

好，基本上也没有什么损失。Sprint 公司提供一切技术、收费和客户服务方面的基础设施。维珍提供品牌和产品定位，收取很大一部分利润。如果投资成功，维珍得到巨大回报；如果失败，损失可以忽略不计。维珍移动公司发展得特别快，创下了从创办到收入过 10 亿美元的最快纪录——只用了不到 3 年的时间。同时也又一次体现了“好了，赚得可观；糟了，赔得不多!”的投资模式。

1997 年，维珍与苏格兰皇家银行联手推出了一个维珍按揭品牌下的创新按揭产品，称之为维珍一体账户。这种具有革命性的按揭产品将客户支票账户里的所有借款数额与其按揭贷款余额相减，仅对得出的贷款余额净值计算利息。对这个业务，维珍也基本上没有什么投入。整个支持都是由银行进行的，维珍只是提供品牌，协助市场营销，投入的钱非常少。但维珍却分享很大部分的利润。“好了，赚得可观；糟了，赔得不多!”

布兰森在英属维京群岛拥有自己的私人岛屿——内克岛。那是一个蔚为壮观的地产，曾被福克斯电视台“叛逆的亿万富翁”节目介绍过。一些年前，那个岛屿售价为 3 百万英镑。而布兰森给出的起价是 15 万英镑，将要价降低了 95%。他给出的价格曾被别人取笑，但几个星期后他还是仅用了 18 万英镑就买下了那个岛屿。不用说，理查德对度假地的低风险投资几年后带来了非常可观的高回报。现在，你可以和你的 13 个朋友以每晚 3 万美元的价格去那个岛屿享受了。

即使投资失败损失也不严重，所以投资失败率对理查德·布兰森先生来说是无关紧要的。即使这些生意中的半数都失败或者发展不好也没有关系，因为开始的时候就没有投入多少钱进去。风险投资人应该学习维珍模式，因为维珍模式就是未来的风险投资模式。布兰森是一个以超低风险追求超高收益的风险投资者。别人不断给予他灵感，他将一些灵感转化为行动。他取得了旗下各个公司的大量股份，有时达到一半的份额，却基本没有投进去多少钱。像在维珍航空等公司，他甚至以非常微不足道的投资获得了 100% 的股份。

布兰森的投资之道可以总结为“低风险高收益的维珍模式”。就像他的“孪生”兄弟马尼拉尔和帕特尔先生一样，他的投资经验就是“好了，赚得可观；糟了，赔得不多!”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四章

米塔尔的投资方法

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

拉贾斯坦是印度最具风采的一个邦，与巴基斯坦接壤。那里有个面积不大的地方叫马尔瓦尔。马尔瓦尔人被许多人认为是“低风险高收益”投资模式的最佳实践者。他们对这种模式的成功实践，在很多情况下让帕特尔人都望尘莫及。

2005 年，在福布斯杂志评选的全球最富有的人物中，比尔·盖茨和沃伦·巴菲特一如既往地位居前二位。但是紧随其后的第三位却是马尔瓦尔人——企业家拉克希米·米塔尔。米塔尔 30 年前从身无分文开始创业，如今净资产已经超过了 200 亿美元。他的“低风险高收益”的创业经历与比尔·盖茨的发家是在同一时期开始的。我们知道，比尔·盖茨将他的能量投入了一个投资资本回报率最高的产业。他聚集了一些工程师的智慧，研制出了 MS—DOS 和 Word 软件，并成功销售了几亿份。

让我们算一算成功背后惊人的经济账。比如一份微软办公软件卖到戴尔公司，装载在其生产的电脑中。戴尔公司每次将软件下载到新电脑中，都要支付几百美元给位于华盛顿州雷德蒙德的微软总部。全球范围内购买了几亿份这样的软件，每年支付给微软公司几十亿美元。投资资本回报很高，纯收益率几乎是 100%。

拉克希米·米塔尔在追求“低风险高收益”中的过人之处在于，他是将全部的精力和少量的资本投入了一个并不容易赚钱的产业——钢铁制造。和微软公司不同，钢铁厂无法控制成品的销售价格，无法控制原材料成本。钢铁厂属于资本密集型企业，钢铁工人容易纠集工会。上述这些不利因素都足以使钢铁厂成为一杯苦酒。过去 30 年里，钢铁业一直是资本投资最不愿意进入的领域。难怪全球的钢铁企业都经历了巨大的阵痛，其中很多以破产告终。

米塔尔于 1976 年开始创业，在印度尼西亚开办了一个毫无特色的小型钢铁厂。尽管面临许多不利条件，他却创造了一个全球规模最大、效益最好的钢铁企业。对他来说更重要的是，他的资产净值超过 200 亿美元，而且还在继续增长。他是如何做到这一切的？用一个词来解释，就是“低风险高收益”。

以米塔尔收购哈萨克斯坦钢铁巨头卡尔梅特钢铁厂为例。当时由于没有资金，那个工厂已经停止给员工发薪了并处于倒闭的边缘，前苏联

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时期的管理者们被迫以钢铁换食品发给工人们。哈萨克斯坦政府愿意将工厂分文不收地拱手交给米塔尔，而他不仅保留了所有员工经营工厂，而且还支付高工资。五年之内，工厂扭亏为盈，兴旺起来。工人和当地人民都十分敬仰米塔尔，因为他拯救了那个几乎要崩溃的地方。

同样的故事也发生在位于罗马尼亚的 Sidek 钢铁厂。1992 年，墨西哥政府将该厂以 2 200 万美元的价格卖给米塔尔，但当年墨西哥人建厂时花了 20 多亿美元。1 美元用 10 美分或更少的钱来换，是低风险高投入模式的精髓。米塔尔通常是用远低于 1 美元的价格购买价值 1 美元的资产。然后他再运用管理秘诀让那些大型钢铁厂非常高效地运转。

谷歌、甲骨文、思科和英特尔这些公司的始创者们都智慧超群，但同时他们也是一路顺风，才使资产净值直冲云霄。他们专注于十分划算、投资资本回报高的领域。但令人折服的是，米塔尔面对巨大阻力，却收获了更多的资产净值。“低风险高收益”的模式让他在福布斯杂志评选的全美最富的 400 人中仅落后于两个人，几乎是傲视群雄。然而，我们发现排在他前面的那两位富翁也是这种“低风险高收益”艺术的忠实实践者和行家。无论你是西雅图人、奥马哈人还是马尔瓦尔人，“低风险高收益”的投资模式都会助你超越巅峰。

最后再说一说马尔瓦尔人和他们骨子里追求“低风险高收益”的秉性。最近，我曾与一个马尔瓦尔人共进晚餐，他是我的好朋友。我问他马尔瓦尔人传统的资本投资方法是怎样的？他非常自然地回答道，即使是只有五年级文化水平的马尔瓦尔商人都想让自己所有的投资资本在三年之内以红利的形式得到回报。拿回了自己的钱，他们还想让本金至少能保持着投入时的价值。他们希望自己投资的风险系数都超级低。所以我觉得这都是非常好的经验，在哈佛商学院里是学不到的。如果你采用马尔瓦尔人的方法进行投资，下面两种情况肯定会发生在你身上：

（1）大部分投资建议都会被你迅速拒绝。

（2）你会从少量资本投资开始，几十年后变得非常富有。

不需要我再多说什么了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资创办 Transtech 公司的经验

为了辅助证明“低风险高收益”投资模式的效果，让我们回顾一下我个人的投资经验。创办自己的第一个公司 Transtech 时，我几乎身无分文，除了我当时所在的泰乐公司给我提供的退休金固定存款账户里有 3 万美元，以及我为创办公司而申请的诸多信用卡允许的透支总额有 7 万美元。

我研究了美国有关破产的法律，发现宣布破产并不困难。如果生意糟糕，又不能偿还债务，我就可以宣布个人破产然后从头再来。这与帕特尔先生的情况类似，没什么可担心的，最差的结果也不会赔很多。而且在我辞职时，老板说他们欢迎我随时回去，到时也会给我适当加薪。这样，我损失的只是退休金固定存款账户里的 3 万美元。那时我才 25 岁，花掉退休金存款也无关紧要。

我于 1990 年 2 月注册了 Transtech 公司，但还继续留在泰乐公司工作。如果需要去见客户做推销，我就请假半天，从休假时间里扣。我通常在清晨 6：30～8：30 在家做自己的生意，然后去上一整天班，从晚上 6 点到半夜再做自己的生意。我开始有支票收入，却很少有商业支出。当我拥有了第一个客户并且年收入超过 20 万美元时，我就辞职了。

我采取的是一种零风险的投资道路。唯一可能损失的就是养老金固定存款账户里微不足道的 3 万美元，办好了却可以轻松赚上几百万美元。维萨卡（Visa）和万事达卡（MasterCard）这两种信用卡是我的创业投资人，资助我的其他所需资金。那时我还是单身，不用养家糊口，午餐和晚餐都可以吃赛百味快餐店的三明治来简单应付，所以我的支出非常低。

我感觉如果继续留在泰乐公司，风险就会增大。留在那家公司可能要走一条无聊而缓慢的打工之路。等我到了 35 岁或 45 岁再醒悟过来，决心离开公司自己干时，情况将会复杂得多。那时我会有老婆孩子要养，随便辞掉工作，开始无风险的投资更加困难。还是 25 岁的单身汉时，我至少有一次无风险投资的机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我的商业计划非常简单，采用以套利为基础的商业模式。公司的价值主张定位为：拥有来自印度的深厚的专业知识以及客户机和服务器计算方面的专业人才，希望为缓解美国中西部人才极度短缺的状况作出贡献。我的可用资本为 10 万美元。离开泰乐公司时我自己的生意已经开始带来收入和利润了。我知道在拥有两个客户并且公司已经具有实际收入和利润的情况下，赔钱的可能性是很小的。这就是“好了，赚得可观；不好，赔得不多”思维的经典体现。

Transtech 公司发展得很好，1996 年名列全美发展最快的 500 家公司之一。10 年间，公司年收入从零增长到 2 000 多万美元，而且从来没有利用过任何外部资本。公司所需的成长资本起初全部依靠现金流量。资金一直非常短缺，因为业务增长得太快了，所有的资本都被用来做再投资以应对公司发展的要求。1991 年末，我遇到了一位优秀的银行家汤姆·哈拉兹姆，他对我的生意很感兴趣。他替我还清了所有信用卡欠款，使我们从当时成本很高的应收账款代理业务中摆脱出来，并尽快获取了现金。在原来的应收账款基础上使公司的借款成本大大降低了。

1994 年我卖掉了部分资产——价值约 200 万美元，平生第一次感觉到了自己的富有。然后在 2000 年，我将整个公司以数百万美元的价格卖掉。10 年的时间内，最初的 3 万美元投资给我带来超过 150 倍的回报，相当于年收益率超过 65%。刚辞去工作时我的年薪仅 4.5 万美元，几年后我的年薪逾 30 万美元。这都是“低风险高收益”投资模式的神奇效果，基本没有任何风险，只有可观的收益。这样的投资，“好了，赚得可观；不好，赔得不多。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五章

低风险高收益的投资模式

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表面看来，帕特尔先生、马尼拉尔、布兰森和米塔尔等人走的道路有很大不同，但大家都殊途同归，都遵循了一些共同的核心原则。可以说，“低风险高收益”投资模式包含了以下九个原则。

1. 重点投资于现有企业

帕特尔先生开始创业时，没有选择开办一个全新的企业。他投资于一个现有的企业，那里有明确的经营模式和长期的经营历史可供借鉴，这样比自己开办企业所面临的风险要低得多。马尼拉尔和米塔尔也是这么做的。

2. 投资于变化迟缓行业的简单企业

在20世纪70年代初，帕特尔先生还没听说过沃伦·巴菲特这个人。虽然成长的环境大不相同，但他们同样都得出一条结论：投资于长期不变的简单企业。

“我们将变化视为投资的大敌……所以我们希望没有变化。我们不想赔钱。资本主义残酷得很。我们得关注现实生活中每个人都需要的产品。”

——沃伦·巴菲特

只要人类需要长途旅行，需要在旅途中睡觉和休整，就需要汽车旅馆和酒店的存在。尽管我曾经创办的Transtech公司属于变化迅猛的行业，但其本身却是简单的科技含量低的公司，其本质就是服务业。过去几年里，信息技术领域的变化非常剧烈，但是行业的本质和投资规律却基本没什么变化。IBM公司的技术部门变化很快，但其全球服务部门和埃森哲公司的业务却一直处于相当稳定的状态。

3. 投资于低迷行业的低迷企业

“别指望抛售时卖个好价钱。买进时价格划算，即使抛售时卖价一般，也会有所收益。”

——沃伦·巴菲特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“实际上，进入策略比退出策略更为重要。”

——艾迪·朗伯特

正如本书第一章谈及的，20世纪70年代初的石油禁运、严重萧条和消费者非必需品消费的减少使高速公路旁的汽车旅馆损失惨重。鉴于短期内的前景惨淡，这些汽车旅馆纷纷被低价转让。帕特尔先生意识到他要在行业低迷、价格有利的情况下投资收购。马尼拉尔也是在9·11事件后旅游业衰退的时候开始投资的。米塔尔投资于极度低迷的国家和地区、极度低迷的行业、极度低迷的企业，选择了三个“低迷”，难怪他差一点儿就成了福布斯杂志评选的全美最富有400人中的首富了。巴菲特21岁时在哥伦比亚大学对一群学生演讲时曾说道：

“现在我要告诉你们如何致富，先把门关上。记住：别人贪婪的时候你要谨慎；别人谨慎的时候你要贪婪。”

——沃伦·巴菲特

那是1952年，帕特尔先生、马尼拉尔和米塔尔都没在那个被关上门的教室里听讲，但是他们都本能地意识到，投资的最佳时机就是在行业短期前景黯淡、普遍不被看好的时候。在这种情况下，投资者通常会以相当高的折扣率购得资产。这一点，拉克希米·米塔尔最清楚不过了。

4. 投资于具有持久竞争优势的企业

“投资决策的重点不是评估所投行业对社会的影响力会有多大或者业界将会如何发展，而是要确定所投企业的竞争优势，以及优势的持久性。具有广泛持久竞争优势的产品和服务会给投资者带来回报。”

——沃伦·巴菲特

帕特尔先生就是专注于低成本运营，才得以提供比其竞争者低得多的住宿价格，同时保证正常的利润。这样使得他提供的旅馆房间住宿这种一夜即逝的商品取得了较高的利用率。这种商品具有持久的优势，已经延续了几十年。只有当一个帕特尔人与另外一个帕特尔人正面竞争时，优势才会受影响。但在这么大的国家，这些帕特尔精英是不会让彼

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

此直接竞争，让自己难做的。

帕特尔先生、马尼拉尔和米塔尔的优势来源于其运营的低成本。布兰森是在确认要进入的行业具有广泛深厚的竞争优势之后才决定投资创业的。部分优势来自其品牌的延伸，部分来自其创新服务的提供，其余来自卓越的管理。

信息技术服务是一个可重复获得收益的行业。与客户的关系和对客户业务和管理系统的了解是信息技术服务商们潜在的竞争优势。随着一个公司越来越了解其客户的经营和技术设施，它就越来越不可能被其竞争者取代，就会源源不断地重复获得收益。巴菲特曾对佛罗里达大学的学生讲道：

“我不想要一个容易经营的企业。我要一个具有竞争优势的企业，其优势就像护城河一样保护着它。就像我得到一个价值连城的古堡，要请一位非常诚信、勤奋和精干的公爵来管理，然后要挖掘一条护城河包围着那个城堡一样。护城河就是竞争优势，不同的公司竞争优势也不同。对我们的汽车保险公司盖可来说，竞争优势就是低成本。”

——沃伦·巴菲特

已故的罗斯·布兰金，也是人称 B 太太的内布拉斯加家具超市创始人就是这样一位女爵。直到几十年后的今天，低成本运营仍是内布拉斯加家具超市屹立不倒并保持增长的根本原因。B 太太不是古吉拉特人，但她就如同帕特尔先生的孪生姐妹一样。

5. 机会特别有利之时要大量投资

帕特尔的汽车旅馆投资有可能会以失败告终。然而，接下来五年时间内他又连续做了两次投资，两次投资都失败的可能性就非常小了。即使两次都失败，他最开始时也没有投入多少，损失就不足为道了。社会关系也像安全网一样会帮他软着陆。但是如果他成功了，而且至少成功一次的几率超过了99%，他将得到20倍的回报。这就是典型的“好了，我赚钱；糟了，我赔得不多”的情况。

沃伦·巴菲特的生意伙伴、伯克希尔哈撒韦公司副董事长查理·芒

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格经常将赛马赌博时用的同注分彩法作为自己投资股市时的一个思考角度。赌马不同于赌场赌博，而是在与其他一同下注的人争夺。赌马场提取投注总额的17%。与股市相比，其摩擦成本是非常高的。芒格认为：

“对我们来说，投资就相当于在与同注分彩系统展开争夺。我们下注给那匹有一半机会能赢并能带来三倍回报的马。你就是要寻找这样异常的赌博机会，这才是投资。你还必须要非常清楚地确定机会是否真的异常，这就是价值投资。”

——查理·芒格

要成为赌马场上永远的赢家，必须要克服那17%下注时固定要付出的摩擦成本。芒格认为，一些赌马人士事实上已经做到了去除那17%之后仍然可以赚钱。这些人关注所有的马匹和比赛，却不下注。然而，如果他们突然发现，异常少的赌注下在了一匹自己非常了解的有实力能赢的马身上（这对他们有利），他们就会在那场比赛中下大注给那匹马。然后，他们回来静观赛事，不会再下任何赌注，直到另外一个绝佳机会出现。

这与我们上文提到的五位“低风险高收益”企业家的投资方法没有什么不同。他们都专注于自己的资本和投资。大部分时间都无为而治，或者做一些微不足道的投资（比如布兰森）。然而他们偶尔会遇到对自己十分有利的投资机会，这时他们会迅速出手，大量投资。

6. 注重套利

套利通常解释为通过利用相同或相似金融体系内的价格差异获取利润的行为。例如，黄金在伦敦的交易价格为每盎司550美元，在纽约的交易价格为每盎司560美元，在摩擦成本很低的情况下，套利者可以在伦敦买入黄金后迅速在纽约卖出以获取差价。当然，大家都做这种交易来套利，价格差异就会被拉平，套利机会最后也会消失。但是当套利价差很小，而且有时只能在瞬间捕捉到的时候，套利通常没有风险，而且能稳定赚钱。就像沃伦·巴菲特在哥伦比亚法学院讲演时说的：

“反正今晚我妈妈没在这里，我可以向你们坦白，我曾经是一个套

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利者。”

——沃伦·巴菲特

你每次进行套利，都是以无换有。不管以什么形式进行套利都很好，因为只要你抓住了一个明显的套利机会，就肯定不会赔钱。帕特尔先生也参与了套利的游戏。他的套利活动虽然不是没有任何风险，但风险值极低，并具有成功套利的许多共同特点。

设想如图5-1中的两个城镇。A城人口数为4万，B城人口数为3万。一名理发师在B城的一个美发店工作，是那里的雇员。他偶然间注意到很多新顾客说他们是在17英里外的C城居住。

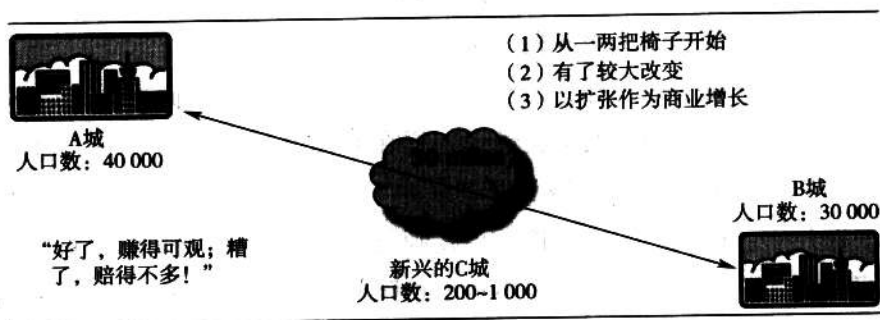


图5-1 “低风险高收益”的商业套利

看起来那个新城刚形成，那里的居民不得不开车到A城或B城去理发。因为C城是新城，城里还没有理发师。这个理发师开始考虑，这些顾客开车往返要花一个小时，汽油费需4～5美元，还有车辆磨损等情况。他觉得如果C城有理发店，这些顾客就会去那里。

他没有钱，所以去C城找到了一间破旧的门市房，从房客那里按月分租过来，租金低于市场价。他还置办了开理发店最基本的用具和一把理发椅。他把自制的招牌挂在店铺门外就算开张了。他想，开店花的钱这么少，即使经营不下去了，他还可以回去做以前的全职工作，不会怎么赔钱。他进而决定还是要用部分时间在原来的店里做工，部分时间放在自己的新店，直到自己具有了稳定的顾客群，这样就更不可能赔本了。而且如果办好了，他就可以当上老板，经营自己的小生意。

人都具有习惯性。我们每天刮脸都会从习惯的一侧开始，以习惯的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

方式梳头，每月也不会换着理发师给自己理发。那个理发师在 C 城开店后，就开始有回头客和收入了。他的技术甚至可以不是那么好，价格也可以稍高于其他城镇的理发师，但你还是会去他那里，主要是为节省时间。这个破旧的、只有一把理发椅的理发店渐渐开始顾客盈门。后来，他改善了店里的基础设施和环境，增加了一把椅子，雇佣了另外一名理发师，开始扩大经营规模。最初几周，他一直非常忙碌。不到两个月，他就辞去了原来那份工作。这位足智多谋的理发师可能自己都不知道，他所作的这一切其实就是在玩套利游戏。

他套利的基础是他与距离最近的竞争者之间有 17 英里的“差距”。只要这个差距存在并且 C 城继续发展着，他就可以得到稳步增长的收入，即使他定价较高、服务稍差也没关系。

像其他套利活动一样，这种差距会随着时间的流逝而逐渐缩小，直至最终消失。更多的理发师会像他一样在 C 城开店，最后 C 城人均拥有的理发店数量也会达到 A 城和 B 城的水平。然而，这种差距的消失至少需要好几年。这段时间内，这个理发师已经获取了超常利润，并培养了忠实的顾客。后来他也许不得不将价格降到市场价，竞争也会迫使他按照市场要求提高服务水平。但是，这时他已树立了品牌并拥有了客户基础，这些顾客每月只理发一次，不会单纯地哪家便宜去哪家，所以会固定去他的店。即使差距不存在了、超常利润没有了，品牌和忠实的顾客仍会给他带来稳定的利润，并一直持续好多年。然后，他的生意会变得与他原来在 B 城打工的那家店差不多。他原始投资的回报多得很，与我们谈到的五位企业家的情况一样。他也进行了一场几乎无风险的套利式投资。

帕特尔先生和马尼拉尔的套利游戏都很简单。他们接管汽车旅馆的时候，运营成本在下降。在低成本的条件下，他们可以提供极具竞争力的住宿价格提高入住率。较低的成本和较高的入住率造成他们与其他竞争者之间的套利价差，直到另外一个帕特尔人加入竞争。但是，另外一个帕特尔人竞争者的出现可能是 15 ~ 20 年之后的事了。

帕特尔人比较古板但并不傻。他要保住自己的汽车旅馆，就会尽量避免与帕特尔族人直接竞争。这样，套利的状态就可以延续一段时间。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价差的最终消失需要几十年，帕特尔先生和马尼拉尔会尽量维持自己的价格优势。

布兰森的套利基础是他在所涉足的领域提供创新服务。随后，他的竞争者开始学习他提供类似的服务，他的竞争优势开始萎缩，套利价差渐渐消失。但是，这个价差还是会持续一二十年的。

米塔尔以几十美分换美元的方式购得资产，然后进行优化经营的时候，就已经具有了无法击败的低成本制造优势。接下来的几年里，他又获得了另一个持久的优势，即在全球范围进行劳动力、原材料、能源消耗和销售价格方面的套利。他的工厂分布很广，可以利用地缘优势优化钢铁生产的品种和数量从而扩大竞争优势。现在，他巨大的产业规模和品牌是他的第三个竞争优势。他在产量和生产能力方面的优势使他能够与客户和供应商讨价还价，得到比他的竞争者更为有利的价格，这也有助于他继续降低成本。

7. 投资于以高折价率出售的企业

帕特尔先生肯定没读过本杰明·格雷厄姆的《做个智慧投资人》一书，也没听说过格雷厄姆“安全边际”的概念。可是，帕特尔先生却本能地知道不要只看到赚钱的可能性，更要尽量降低失败的风险。如果以较高的折价率购得资产，那么即使将来资产的表现差强人意，也不大可能损失殆尽。帕特尔先生恰恰就是这么做的。他买下汽车旅馆时安全边际已经很大了。本杰明·格雷厄姆认为：

“安全边际的作用本质上就是帮助对未来做一种不必要的、但是准确的预测。”

——本杰明·格雷厄姆

8. 寻找低风险高不确定性的商机

帕特尔先生购买汽车旅馆本身不存在多大风险，但旅馆的经营结果却存在极大的不确定性。如果油价继续居高不下或者经济萧条持续不断怎么办？尽管情况不好，但帕特尔先生仍然可以保持低成本运营。他的住宿定价依然较低，入住率也依然较高。即使在惨淡经营的情况下，他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的状况也还不错。如果经济复苏、油价适中，那么他将极具杀伤力。他的汽车旅馆投资风险很低但不确定性较高。

低风险和高不确定性是完美的组合。很多企业的股价因此而急剧下滑，尤其是在以同注分彩法为基础的股市上。追求“低风险高收益”的企业家们首先关注的就是将失败的风险降至最低。低风险也就是失败可能性很小的意思。为应付高不确定性，可以采取保守的态度扼杀所有可能发生的结果。最后就又回到了“低风险高收益”的经典思路：“好了，我赚钱；糟了，我赔得不多!”

9. 宁去模仿，不去创新

最初那些帕特尔人走过的经历后来被成千的帕特尔人模仿。帕特尔先生看到早期的一些帕特尔人都投资于小型汽车旅馆。在与这些先行者交谈后，他发现自己对这种简易的经营模式再清楚不过了。他不想另辟新径，只想沿着族人的道路向前走。后来跟随而至的成千帕特尔人也不去做什么创新事业。马尼拉尔也没有。我也是从我先前工作的泰乐公司那里获得一些创立 Transtech 公司的想法。他们对这些想法不感兴趣，可我却发现了其巨大的潜力。所以我离开泰乐公司只是将这些想法付诸实施。创新犹如赌博，但将现有想法付诸实施的风险却低得多，还能带来不错的回报。

以上就是“低风险高收益”的投资模式，总结起来即：

（1）投资于现有企业。

（2）投资于简单企业。

（3）投资于低迷行业的低迷企业。

（4）投资于具有持久竞争优势的企业。

（5）少投注、投大注、非经常性投注。

（6）注重套利。

（7）时刻注意“安全边际”。

（8）投资于低风险高不确定性企业。

（9）投资于模仿企业，不投资于创新企业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六章

低风险高收益投资方法101：投资于现有企业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现在似乎有数不清的资产品种供你选择去投资，如定期存单、国债、债券、股票、房地产、私营企业、黄金、白银、铂金和石油期货等。如果看看过去百年股市的诸多指数，就很容易发现股票比其他一切可自由交易资产表现得都要好。这就有力地证明了，从长远角度来看，资产投资最好的地方就是普通的股市。让我们先研究一下这个被称作股票市场的人类杰作。

人类在地球上已经生活了约五万年，人类的资产交易也繁荣了几千年。第一个股票市场于 1790 年在美国费城成立，随后纽约股票交易所于 1792 年成立。许多人将股票视为一张神秘的纸片，其价格不断摇摆，这是看待股票的一个角度。但本杰明·格雷厄姆认为，最好将股票视为现有企业的所有者权益。帕特尔先生的汽车旅馆没有在股票交易所公开上市。如果上市了，你购买其部分股票，那么现在你和帕特尔先生就是生意合伙人了。当汽车旅馆大笔赚钱时，你会同他一起获利。

与交易整个企业相比，在股市上进行股票交易有六大好处：

（1）像帕特尔先生那样收购整个企业要付出持久刻苦的努力。你需要亲自经营，或找个能干的人来经营。经营不是小事。帕特尔先生经营得不错，但是他的全家为此付出了巨大的精力，奉献了多年。

（2）买进一只股票，你就拥有了一个公司的所有者权益，而且还具备了一个很大的优势，即那个公司拥有着自己的员工并处于运行之中，你可以不费力气地与公司的所有者们分享经营成果。在股票市场，你可以选择持有很多公司的股票，选择持有时间的长短，随时自由买进卖出，只需在电脑上做一些点击操作。人类文明创造了这样一个伟大的财富机器，比其他的致富手段都先进，并且使用起来非常便宜和方便。帕特尔先生那时还无法利用这些优势，我们有了股票市场的便利，起点就比他高。关键是一定要采用“低风险高收益”的有效方法投资股市。

（3）当人们收购或转让整个企业时，交易双方会对资产的价值有比较理性的评估，通常也会达成合理的一致价格。有时在交易时，如果那个企业或其所属行业处于低迷状态，收购方就能以较便宜的价格收购企业，就像帕特尔先生做的那样，但这属于异常情况。转让方通常会选择对自己有利的时机卖掉企业。所以，你会发现交易价格一般都处于合理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

或坚挺的范围。

股市的运行规则与赛马赌博的同注分彩系统相似，价格由发售过程决定。与赌马一样，企业在发售时偶尔会出现自身价值与市场报价差距很大的情形。我们可以在这种特别有利于自己的偶然机会来临时投资下注。正如查理·芒格所说：

“如果你停下来思考一下，会发现同注分彩系统好比一个市场。人们进入市场去投资下注，投注的形势又决定了机会的好坏。股市就是这样。”

——查理·芒格

（4）收购整个企业，即使是小型的社区加油站或洗衣店，也需要一定的资本投入。在股市里，你可以用眼下钱包里的钱将自己和一个公司未来的发展连在一起。能够以少量资本起家，然后逐年增加投入，是一个很大的优势。

（5）美国有几千家公开上市的公司，你只需点击鼠标就可以购买任何公司的股票。你也可以很容易地购买到其他许多国家股市上的股票。我估算了一下，普通的个人投资者完全可能通过代理帐户轻易购买到全球10万个公司的股票。相比之下，想想你家附近25英里以内的区域中会有多少私营企业在某一特定时间转让？简直无法可比。

（6）在赛马赌博中，赌场的所有者收取下注金额的17%，摩擦成本很高。即使你收购一个小型私企，买卖双方的交易成本也通常为收购价格的5%~10%，还没算上为此花费的大量时间和精力。但你用不上10美元就能买进或抛售一家公开上市公司的股票。10万美元的投资组合，即使一年内交易活跃到50次之多，摩擦成本也只有0.5%，而且随着时间的推移和投资组合价值的增长，摩擦成本还会不断走低。

持有一些公司的所有者权益是积累财富的最佳途径。它无需刻苦持久的工作、可低价买进、资本投入超低、选择超多而且摩擦成本也超低。因此，购买一些公开上市的现有企业的股票是显而易见的“低风险高收益”投资的好方法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第七章

低风险高收益投资方法102：投资于简单企业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

购买现有企业股份的好处非常明显，但在买进之前我们要清楚企业的内在价值。要不然我们怎么知道买入价格是不是很划算。企业的内在价值是什么？是否有一个基本计算方法？我们怎么能够计算出来？

每个企业都有内在价值，可用相同的简单方法计算出来。约翰·伯尔·威廉姆斯在其1938年出版的《投资价值理论》一书中首次对此进行了解释，即企业的内在价值由企业在消亡前这段期间预计会发生的现金流入量和现金流出量的多少来决定，并以适当的利息率折算。这个定义非常容易理解。

举个例子。假如2006年底一家社区加油站正在转让，老板给出的卖价是50万美元。然后让我们假设加油站10年后能卖40万美元。自由现金流量，也就是可以从公司拿出来自由支配的那部分资金，在未来10年内每年都可以达到10万美元。如果我们同时还有另外一个风险低的投资机会，可以带来10%的年回报率。那么收购那个加油站与选择那个稳赚10%年回报率的投资机会，哪个比较好？

我用德州仪器公司的BA－35计算软件计算了一下折现现金流量。当然也可以用Excel软件计算。结果如表7-1所示，加油站的内在价值为77.5万美元。

表7-1　加油站的折现现金流分析

年　度	自由现金流（美元）	未来现金流（10%）的现值（美元）
2007	100 000	90 909
2008	100 000	82 645
2009	100 000	75 131
2010	100 000	68 301
2011	100 000	62 092
2012	100 000	56 447
2013	100 000	51 315
2014	100 000	46 650
2015	100 000	42 410
2016	100 000	38 554
2017	售价 400 000	154 217
总计		774 701

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们以50万美元的价格收购，相当于大约其内在价值的三分之二。我们再对那个带来年回报率10%的低风险投资进行折现现金流量分析，结果如表7-2所示。

表7-2　年回报率10%低风险投资的折现现金流分析

年　度	自由现金流量（美元）	未来现金流量的现值（美元）
2007	50 000	45 454
2008	50 000	41 322
2009	50 000	37 566
2010	50 000	34 151
2011	50 000	31 046
2012	50 000	28 224
2013	50 000	25 658
2014	50 000	23 325
2015	50 000	21 205
2016	50 000	17 277
2017	售价 500 000	192 772
总计		500 000

如果发现一个企业的转让价格与其内在价值之间存在很大的落差，这个差距又对我们有利，那么就要采取行动将其收购。让我们以著名的家居用品零售企业BBBY（Bed Bath and Beyond）为例来说明。首先我得承认我以前从来没有分析过这个企业，只是过去几年里去过它的店铺好多次，感觉不错。

此刻，BBBY的股价为每股36美元，市值为107亿美元。这样它的转让价格就是107亿美元。那么它的内在价值是多少？

先看一看雅虎网站财经栏目上有关BBBY的统计数字。截至2005年2月28日，它的年度净收入为5.05亿美元，年度资本支出为1.91亿美元，减值9 900万美元。“信封背面”的净自由现金流量为4.08亿美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可以看出 BBBY 的总收入在以每年 15% ~20% 的速度增长，净收入以每年 25% ~30% 的速度增长。也可以看出公司在 2005 年加大了资本支出。假设其自由现金流量在未来前三年每年增加 30%；中间三年每年增加 15%；最后三年每年增加 10%。再假设年底公司被收购的价格相当于 10 ~15 倍的自由现金流量加上公司其他的额外资本。BBBY 目前还拥有现金 8.5 亿美元（见表 7-3）。

表 7-3　BBBY 公司折现现金流的乐观分析

年　　度	自由现金流量（美元）	未来现金流量的现值（百万美元）
现金余额		850
2006	523	475
2007	679	561
2008	883	663
2009	1 016	693
2010	1 168	725
2011	1 343	758
2012	1 478	758
2013	1 625	758
2014	1 787	758
2015	1 967	758
2016	售价 29 500	11 373
总计		19 130

这样，BBBY 公司的内在价值约为 190 亿美元，却可用 107 亿美元收购，可以说是一个很划算的买卖。但别忘了我们预先的假设都是相当乐观的情况。我们假设今后几年公司的经营中不会有任何问题，消费者行为和企业增收能力也不会有任何变化，现金流量也相当可观。但如果我们做一些比较保守的分析假设结果会怎样呢？那么可以在保守的假设基础上再进行一次计算。公司目前还没有公布截至 2006 年 2 月 28 日的年度数据，但是我们现在已有前九个月（截止 2005 年 11 月份）的数据

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了。我们可将2005年11月的数据与2004年11月的数据进行比较。结果是2004年11月至2005年11月这段时期的九个月总收入从370亿美元增加到410亿美元；利润从3 240万美元增加到3 750万美元。看得出，顶线增长只有每年10%，底线增长大约15%～16%。假设底线增长率每年减少1%，从15%降到最后的5%，最终的转让价格为2015年自由现金流量的10倍，那么BBBY公司的内在价值如表7-4所示。

表7-4 BBBY公司折现现金流量的保守分析

年　度	自由现金流量（美元）	未来现金流量的现值（百万美元）
现金余额		850
2006	469	426
2007	535	442
2008	604	454
2009	680	464
2010	751	466
2011	827	467
2012	901	462
2013	973	454
2014	1 041	442
2015	1 103	425
2016	售价 11 030	4 252
总计		9 064

这样，我们得出的内在价值为96亿美元。可是，BBBY现在的市值为107亿美元。如果我们投资收购它，年回报率要稍低于10%。如果做那笔风险低的投资，我们能够赚10%的回报率。所以，收购BBBY公司似乎不是个很好的投资。那么，BBBY的实际内在价值到底是多少？我估算是在80～180亿美元之间。还要假设不会出现因股票期权授予造成的股票贬值，否则内在价值就会进一步降低。

鉴于目前公司的转让价格接近110亿美元，其内在价值介于80～180亿美元之间，我对这个投资就不是特别感兴趣了。赚大钱的可能性不是很大，基本上年回报率还不足10%。我会轻易地放弃这个投资。

我们好像跑题了。这个章节的目的不是探究是否要投资购买BBBY

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司的股票，而是要说明尽管约翰·伯尔·威廉姆斯对内在价值的解释简单易懂，但真正计算出一个企业的内在价值却不那么简单。我认为BBBY公司是非常直截、技术含量低的简单企业。即使这样简单，计算它的内在价值时我们还是得出了那么宽泛的结果。

如果我们考虑投资于像谷歌这样的公司，情况就会变得非常复杂。谷歌在过去这几年里收入和现金流量都取得了巨额增长。如果以此推断其将来的表现，似乎公司的市值将大大低于其实际的内在价值。但是假设不仅其增长率持续走低，而且其核心的搜索引擎服务的市场垄断地位也被微软、雅虎或别的新兴企业撼动，情况就会大不一样。那样，谷歌目前的市值也许是其实际内在价值的数倍。

用“低风险高收益”的投资方法来应对这种不确定性其实很简单：只投资简单的公司，可以容易地对其未来现金流量进行保守估算。什么样的公司是简单的？对简单的理解是仁者见仁、智者见智的。

帕特尔先生收购的公司，其经营状况是容易了解的。汽车旅馆有多年的收入、现金流量和利润资料可供参考。从那些数据中，不难推测出汽车旅馆未来现金流量的大概范围。帕特尔先生也可以根据以往数据推算出必要的维护和资本支出所需的花费，以及这个汽车旅馆资产的状况。

简单是一种威力强大的特质。亨利·梭罗发现了这一点，他曾说过：“我们的生活正被繁琐的事情消耗殆尽，所以要简化，再简化。”爱因斯坦也意识到了简单的威力，那是他在物理学研究上能够取得突破的关键。他认为智慧的五种表现从低级到高级分别为：聪颖、明智、卓越、天才和简单。爱因斯坦认为简单是智慧的最高级表现。沃伦·巴菲特投资模式的一切都以简单为特征。恰恰像爱因斯坦和巴菲特这样专注于简单的思想者，最后都取得了成功。$E = MC^2$ 背后蕴藏的智慧就是简单和优雅。

“低成本高收益”投资模式包含的一切都是简单的，简单就是其威力所在。在本书第十五章还会提到，我们买进股票之后，与自己大脑进行的心理战争就会不断升温。你具有的有力反抗武器就是购买简单企业的股票，考虑如何做到让自己只可能赚很多钱，不可能赔很多钱这样的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

简单问题。投资前我经常要用书面解答这样的简单命题。如果用一小段文字不能回答清楚，那就说明这个投资存在着根本性问题。如果需要我动用 Excel 软件来计算出答案，就等于出现了红色预警，说明我最好还是放弃这个投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量私交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第八章

低风险高收益投资方法 201：投资于低迷行业的低迷企业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场有效论者们认为，公开上市的企业的一切可知信息都反映在其股价上。因此他们宣称，证券分析员费力估算出企业内在价值的效用不大。再加上摩擦成本，他们认为选股不仅是一场“零和”游戏，更是一场“负和”游戏。但是巴菲特先生对此却反驳道：

“如果市场永远都是有效的，我宁愿去做手捧破碗的街头乞丐。

如果市场上的投资者都坚信市场的有效性，那么你在这样的市场上投资，就如同在与他们玩桥牌，而他们却认定自己无需看牌也能玩。

成千上万的商学院毕业生受这种理论的影响，认为没必要去思考，这对我倒是挺有利的。

目前开设的金融课程只会帮助你做到平庸。”

——沃伦·巴菲特

巴菲特先生以摘樱桃方式选择性地投资股票已经56年了，从开始到现在，财产累计价值超过了400亿美元。然而，我还是基本赞同市场有效论的。股价大都能反映公司基本的实际状况。对大多数公司来说，拼命算出其股价和实际内在价值之间的差距通常是在浪费时间。市场大体上是有效的，但大体上有效和完全有效还是有很大差别的。就是因为有这个关键的差别的，巴菲特先生才不可能去做街头乞丐。

巴菲特于1988年写的《致伯克希尔哈撒韦公司股东的信》中有一段对市场有效论者们的经典评论。我强烈推荐大家看看这封信。所有他致股东的信都收录在公司的网站里，成为一笔宝贵的智慧财富。关于市场有效论者们，巴菲特是这样说的：

“准确地发现市场通常有效之后，（学者和华尔街的从业者们）进而错误地认定市场永远是有效的。但这两个表述的差别犹如黑夜和白天。”

——沃伦·巴菲特

市场并不是完全有效的，因为人操控着其以拍卖为基础的定价系统。人会受极端恐惧和极端贪婪这两种情绪的影响而犹豫不定。当一群人都极端恐惧的时候，资产的市值就会跌落至其内在价值之下；如果人们极端贪婪，市值就会坚挺。

如果公司的所有者对公司的未来极度悲观和恐惧，并决定转让它，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他通常需要几个月的时间才能卖掉。这段时间内，造成恐惧的情况有可能得到缓解，或者随着时间推移理性的思考可能占据主导地位。在股市，感觉前景暗淡的个人投资者也可能会在几分钟内全部抛掉股票。所以，股票价格的变动比实际内在价值的变动要频繁。人的心理因素对其在股市上进行公司股份交易的影响远大于对其收购整个公司的影响。

在股市中投资是本杰明·格雷厄姆的杰作，他以股票为生，性格很活跃并情绪化。他每隔几秒钟就买进卖出几千家公司的少量股份。他决定买进或卖出时的价格并不是基于公司的内在价值，而是基于他的心情。心情的变化迅速导致了价格的变化。

股市采用同注分彩方法来定价，与转让整个企业时的定价方法有天壤之别。几千种股票一直在快速交易着，经常会有一些股票传出大量的负面消息。因此，总会导致股民的极度恐惧和这些股票的大量抛售。但是，当你抛售一只股票时，就会有一个买家等着去买进。那个买家也在像你一样关注着负面新闻。而这只股票能够成功抛售的唯一条件就是其价格要相当低。

帕特尔先生、马尼拉尔和米塔尔都注重收购低迷企业，最后发财致富。他们通常是在整个行业都严重亏损时出手收购，比如9·11事件后的汽车旅馆业以及二十世纪八九十年代濒临破产的钢铁业。与他们相比，我们的优势在于拥有更大的舞台，几千只股票的价格整天都在摇摆变动。我们要做的就是首先从众多选择中找出几个我们十分了解的、并且处于低迷状态的企业。

我们怎么能找到那些处于低迷状态的企业或行业？有很多渠道，可以先从下面六个开始：

（1）如果你每天都浏览商业头条，会看到很多关于公开上市企业的报道。这些新闻中很多是报道某个企业或行业的负面消息。例如，泰科公司丹尼斯·科兹洛夫斯基的丑闻被披露后，其股价大跌。玛莎·史都华被宣布入狱后其所在公司的股价受到重挫。最近，纽约州检察官史皮策先生对布洛克公司的指控导致其股价剧跌。这些都是头条新闻。

（2）《价值线》每周都出版一期关于过去13周内贬值最多的股票概述。被收录其中可全作低迷的标志。每期收录的40家公司的股票通常

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

都是在那段时期价格跌幅达到20%～70%的。股价跌幅最大的公司很可能正处于最低迷的状态。每周还有市盈率最低的股票、账面价值折损最多的股票以及股息红利最高的股票等内容的概述。不是所有上榜的公司都是低迷的，但如果一家公司股票的市盈率为3，就值得进一步关注了。

（3）月刊《投资通讯》（www.portfolioreports.com）每期都会列出80名出色的价值投资经理最近购买最多的10只股票。这些信息是根据机构投资者按法律规定必须提供的各种呈报整理出来的。这个期刊经常会总结出许多投资明星的投资规律，如包普斯特集团的塞思·卡拉曼、盖可公司的卢·辛普森、第三大道公司的马蒂·惠特曼、精导集团的彼得·康迪尔、私人资本管理公司的布鲁斯·谢尔曼，还有沃伦·巴菲特。这些投资经理不一定只关注低迷的情况，但一定会关注价值。低迷的情况是价值投资关注的一个部分，所以他们进行的投资中许多是针对低迷的企业的。

（4）如果你不想花钱订阅《投资通讯》，那么直接参阅那些机构投资者必须提供的公开呈报（例如SEC Form 13-F），从中也可以获取很多类似的信息，通过EDGAR系统就可以查到（http：//access.edgar-online.com）。同样地，纳斯达克的网站（www.nasdaq.com）也提供这些信息的简版。要查阅这些信息，在纳斯达克网站主页上输入你认为价值投资明星可能持有的一只股票的代号。比如我知道第三大道公司的马丁·惠特曼多年来一直持有提迥牧业公司的股票（Teion Ranch，TRC），所以键入TRC，首先点击“信息报价”，其次点击“持有/会员”，然后点击“总持有者数”，最后点击“第三大道公司”，这时就会看到第三大道公司所持有的所有在美国上市的股票了。可以用谷歌的搜索引擎查到所需要的股票代号。例如，在谷歌搜索栏中输入“Longleaf 13F”，就会搜到有关其所持股票的许多链接。使用纳斯达克网站上任何一个行情收录器，就可以得到其在美国的几乎全部的持有股份的情况。

（5）可以访问价值投资者俱乐部的网站（www.valueinvestorsclub.com）。那是由高坦资本公司的乔尔·格林布拉特创办和管理的一个不错的网站。格林布拉特可能创造了20年来无杠杆投资者的世界最好纪录，他的复合年收益率达40%。我们会在本书后面具体讲述格林布拉特和他的“低风险

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高收益”投资方法。价值投资者俱乐部拥约有250个会员，每个会员都要提交一个有价值的投资观点才能被批准加入。这些会员每年至少要提供两个投资观点，其他会员对此进行评定打分，因此这些观点的质量都很高。如果提出了一个粗制滥造的想法，这个会员就会失去会员的特别待遇。俱乐部每周会评出一个最佳观点，奖励5 000美元。成为会员最基本的好处就是能够实时知晓这些观点，而访客只能在两个月之后才能查到。利用这个俱乐部发现低迷的情况是非常值得的。从受到高度评价的观点开始，依次看下去。

（6）最后，读一下乔尔·格林布拉特写的《赢得市场手册》这本书。读完后，访问网站www.magicformularinvesting.com。与《投资通讯》和价值投资俱乐部一样，这个网站上列出的股票不都是低迷企业的，但会有一定数量是处于低迷状态的。我们会在后面详细介绍这个网站。

通过这些渠道，你会发现很多值得考虑的低迷企业。但我们能把握所有这些企业吗？肯定不能！那么就要放弃不够简单，或者超出我们控制范围的企业。剩下的就是非常少数几个简单但为我们所了解的低迷企业。然后，我们则可以将其他“低风险高收益”的投资方法加以运用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第九章

低风险高收益投资方法 202：投资于具有持久优势的企业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

正如我们在前面理发店套利的例子中看到的，最初那个理发师经营着城里唯一的理发店，所以他的定价可以比附近城镇的理发店都高出很多，赚取超常利润。资本经营受贪欲驱使。其他城镇的理发师得知C城的大好商机后，也纷纷前来开店。久而久之，C城理发的价格与A城或B城的差别就不大了。

资本经营者竭尽全力利用一切机会创造超额利润。但可笑的是，他们追求超额利润的同时通常也在摧毁创造超额利润的机会。然而，总会有能够保持超额利润的企业脱颖而出。比如我最喜欢的一个快餐店Chipotle。每次我去那里，都会看到等候的长队一直排到门口。尽管那里要排长队，而且我居住的加州有很多吃墨西哥餐的餐厅可以选择，但我还是Chipotle快餐店的忠实顾客。为什么？原因在于新鲜优质的配料，在于味道好吃，在于就餐环境，以及能准确地把握我喜欢的配料和它的加入量。

城里其他的墨西哥餐厅或快餐店老板都非常清楚Chipotle快餐店的成功之处。他们很嫉妒，想做些什么，但还是不能轻易做到。复制Chipotle快餐店的成功会是一场相当艰难的战斗。我相信许多店都想尝试，但最后却只有几个获得成功了。而且在这段时期内，Chipotle快餐店还将继续兴旺下去。当更多的竞争者进入市场后，他们只会将顾客从其他的店抢走，而不会影响到Chipotle快餐店。

Chipotle快餐店于13年前开张，它最近开设了第500家分店。它很容易在现有规模的基础上再扩张10多倍，更不用说其广阔的海外市场前景了。它具有持久的优势。这种持久的优势吸引着像我这样的顾客不断去消费，且不怕排队等待。这种优势使Chipotle快餐店能够赚取超常利润。我敢说，这种超常利润会一直保持至少10年或更长的时间。

我们身边有优势深厚的企业，如美国运通、可口可乐、布洛克、花旗、宝马、哈雷戴维森、WD-40和纳贝斯克的奥利奥饼干等。也有优势较浅或者优势不再的企业，如三角洲航空、通用汽车、库珀轮胎、大英百科全书和Gateway电脑等。

有时，优势是潜在的，比如特索罗公司。特索罗是炼油企业。公司无法控制原油这个主要原材料的价格，也无法控制汽油这个主要产品的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价格。然而，它还是具有优势。特索罗的炼油厂主要分布在美国西海岸和夏威夷。西海岸的炼油业是具有很大优势的产业。过去20年里，美国国内没有新建一家炼油厂。这段时期，炼油厂的数量从220个减至150个，而石油需求却每年增长两个百分点。普通炼油厂都在以超过90%的生产能力进行生产。一旦需求增长，由于生产能力不足，炼油业的利差将会加大。

由于加州和夏威夷岛的环保法规非常严格，并对产品有特殊要求，因此西海岸现有的炼油企业具有很大的优势。在西海岸和夏威夷进行炼油生产的利差要比在美国其他地区高出很多。德克萨斯州的炼油厂很难供应加州的市场，而加州的炼油厂却通常可以供应加州的市场。这就意味着既然特索罗公司在加州拥有炼油厂，它就会占有广阔的市场。对于绝大多数的企业来讲，各种各样的优势大都是深藏不露或若隐若现的，需要探究一番才能发现。

我们怎么判断企业具有潜在优势？优势在哪？答案通常都可在公司的财务报告中找到。具有很大优势的成功企业都会获得较高的投资资本回报，比如那个理发店。资产负债表告诉我们经营中利用资本的数额；收入和现金流量报表说明资本带来了多少利润。这样，如果一家Chipotle快餐店开店耗资70万美元，每年自由现金流量为25万美元，那就说明经营得很不错。每三年就可以将所得的现金流量用来再开一家新店。如果开办特许经营，投资资本的回报就会翻倍。

历代国王都设法修建防御严密的城堡，并围以即宽又深的护城河。同时，入侵者也总是不断攻城，从不言退。他们一直在改进工具、技术和手中的武器，争取占领宝贵的城堡。但几乎像自然规律一样，无论如何防御抗击，无论护城河多宽多深，无论河中有多少鲨鱼或食人鱼，城堡最终都会沦陷于入侵者的手中。整个历史长河中，所有伟大的文明和王国最后都衰败了。

刚才提到的具有微弱优势或优势不再的企业，如三角洲航空、Gateway电脑和通用汽车，都曾有非常坚固的城池。但随着时间推移都逐渐衰弱了，就像防守最严密的城堡最后也会落入敌人手中一样。查理·芒格就此曾说道：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“1911 年纽约股票交易所50 只最重要的股票中，现在只有通用电气一只尚存……这就说明竞争的摧毁力有多么强大。从历史的长远角度看，企业要按照其所有者希望的那样无限存活下去，可能性极小。”

——查理·芒格

没有永远坚不可摧的城池。即使现在无法与之抗衡的企业，如易趣、谷歌、微软、丰田和美国运通，最后都会衰落和消失。有些公司的优势会相对比较持久。富国银行和美国运通都是150 多年前成立的，而且两家公司目前的优势也都一如既往地非常强大。更令人惊讶的是，美国运通和富国银行是同一个人创办的，他叫亨利·威尔斯。

但是现在出现了一个矛盾：如果你在 100 年前选股，不可能在诸多选择中挑出这两只股票。而且，即使你挑中了蓝筹股中最蓝的，这些股票最终也非常有可能消亡。

1997 年，阿里·德赫斯写了一本好书《长寿公司》。他研究了各种规模的公司的寿命，非常惊讶地发现财富 500 强企业的寿命一般都只有 40 ~ 50 年。公司从组建到发展成为十分成功的财富 500 强企业之一需要大约 25 ~ 30 年。他还发现许多蓝筹公司从上市到消亡的过程一般不足 20 年。财富 500 强企业在上市之时基本上已度过了其最旺盛的发展期。

即使是具有持久优势的企业也不能永远存在。所以，运用约翰·伯尔·威廉姆斯计算企业内在价值的方法时，我们要适当降低对企业持续兴旺的预期。最好不要将 10 年之后的折现现金流量计算进去，也不要预计第 10 年的转让价格会达到那时现金流量的 15 倍以上（加上企业额外资本）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十章

低风险高收益投资方法 301：少投注、投大注、非经常性投注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

假设你投下1美元后会出现下面的可能性：

80%的可能赚21美元。

10%的可能赚7.5美元。

10%的可能全部赔掉。

假设在你名下有1万美元，可以随意拿出来投注。你愿意拿出多少去玩一场风险游戏？答案肯定不是将1万美元都投进去，因为毕竟有10%的可能会把你变成穷光蛋。而只拿出1美元又过于保守，毫无作用。

事实上在50年前，美国新泽西州贝尔实验室的研究员约翰·拉里·凯利先生曾研究过这个问题，并且发表了他的研究成果。这个成果就是我们知道的凯利公式。他计算出了每次拿出来多少钱投注是最优的：

平均收益/最佳收益＝每次投注金额

威廉·庞德斯通写了一本好书《财富公式》，值得一读。他很好地解释了凯利公式。莱格梅森公司的迈克尔·莫布森最近写了一篇关于凯利公式的文章，其中用举例加以说明：假设你玩掷硬币游戏，如果是正面就赢2美元；如果是背面就输1美元，那么你该从口袋里拿出多少钱下赌注？

根据凯利公式，平均收益是0.5美元［（0.5×$2）＋（0.5×$－1）］。最佳收益是指最多能获得的2美元。这样，根据凯利公式，你每次应该将25%的钱用来投注（$0.50/$2.00）。在本章开头那个假设的情况下，平均收益是17.45美元［（0.8×$21）＋（0.1×$7.50）＋（0.1×$－1）］，最佳收益是21美元。如果口袋里有1万美元，可以将其83%，即8 300美元用来投注（$17.45/$21）。

帕特尔先生可能从来没听说过凯利公式。在本书第一章，我们知道他将5 000美元投入了其第一个汽车旅馆，几乎是倾其所有。帕特尔先生可能得到的回报与本章开头那个假设的情况差不多，80%的可能获得21倍回报；10%的可能获得7.5倍回报；10%的可能破产倒闭。实际上，帕特尔先生的投注比凯利公式建议的要保守很多，只投入了50%。他虽然拿出了名下仅有的5 000美元，似乎“倾其所有”，但还留有后路，就是可以重新找份工作再积攒5 000美元，几年后重打鼓另开张。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他当然不会无休止地尝试下去，因为每次失败后，他都会成熟一些，也更能说服自己要抽身于这种反复的痛苦尝试。但是“低风险高收益”的理念植根于他的内心，他知道至少可以尝试两次。他将50%的风险资金投入第一次尝试。如果成功了，他就不用尝试第二次。如果失败了，他还有一次机会。

第一次尝试的成功改变了他的世界。他们一家不再居住在汽车旅馆里。他们可以雇佣人员，也有能力收购更大的旅馆。他收购另外一家汽车旅馆（也就是第二次投资）时，拿出的比例就更小了，因为那时收益机率已不那么高了。即使50%可能的回报率为200%，50%可能全部赔掉，根据凯利公式他投入的比例也应为25%。

总体来看，汽车旅馆业的最佳收益率比文章开头那个假设高得多，彻底失败的可能性低于5%。帕特尔人也毫不吝惜地将自己拥有的大部分资产投入到第二次、第三次乃至第N次令人垂涎的赚钱良机中。他们没听说过凯利和凯利公式，但非常精通“低风险高收益”投资方法。所以，帕特尔人这个族群现在拥有超过400亿美元的汽车旅馆资产，每年纳税超过7.25亿美元，雇佣员工近100万人。在南加州大学马歇尔商学院的一次讲演中，查理·芒格曾讲道：

“明智的投资者会抓住时机大笔投资。收益率高的时候，他们大量投注。否则，他们就不会投注。就是这么简单。”

——查理·芒格

帕特尔先生、马尼拉尔、米塔尔等人都很注意少做投资，但每次投资都规模巨大。我们都曾试图在时机特别有利之时下注。这种投注的特点是从容不迫。要想成为一位优秀的资本分配者，你需要考虑运气对投资的影响。纯粹依靠运气的行业中，最明显的就是赌博业。玩二十一点的行家们都知道一张牌的运气每次都在变化。他们通常专注于摸清什么时候良机来临，然后顺势增加自己的投注。

现在在赌场玩二十一点，优势基本都被庄家占据。所以你在赌场玩二十一点，最后的结果都是输局。（我得承认这并不能阻止我继续去玩）。但是，并不是所有人都输钱。在20世纪60年代，麻省理工学院

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的数学教授爱德华·索普用学校的计算机进行了一系列计算，最后总结出了二十一点的常胜玩法。索普将这套扑克牌的常胜玩法称之为“基本策略”。他写的那本畅销书《击败庄家》，至今仍被视为一部经典作品。世界各地的二十一点玩家都依靠“基本策略”帮助他们赢牌。

在20世纪60年代，赌场坐庄单副牌的二十一点。索普发现能算牌，并根据剩牌调整下注数量的玩家会胜出庄家一筹。他根据运气的状况用凯利公式算出每次应该拿出多少比例来投注。例如，如果那副牌中的10和A出现过多，就对玩家有利。如果玩家占有的优势为52:48，用凯利公式可以算出玩家应该拿出4%的赌资投注。这就是每次索普要努力达到的目标。

对于索普来说，这并不是为了搞学术研究。他开始成为内华达州许多赌场的常客，并且所向无敌。那些赌场都不明白为什么他总是赢，但是经营赌场的粗鲁老板可没有耐心去探究清楚。他们干脆将他驱逐出门，并威胁他如果胆敢再走进赌场，就对他不客气。

当索普出版了《击败庄家》一书，全世界的玩家都可以横扫赌场了。赌场老板也读了索普的这本书，于是开始对游戏进行改动。过去40年里，这款游戏的规则经历了无数次修改。赌场每次修改后，一些聪明的赌徒就会找到破解新规则的办法。然后又会被赌场发现，再继续调整。现在，大多数赌场都采用6～8副牌。他们都不玩最后几副牌，而且派人象老鹰一样监视游戏过程。在一些赌场，自动洗牌机随时回收已经出手的牌，确保牌库中不会有什么牌出现次数过多或过少。

索普反思着游戏规则的不断变化（以及遭受的冷酷威胁），认为若要他运用智慧在赌场里赢更多的钱，那个赌场应该：

没有台面上限。

将可能的最高收益大幅增加。

庄家大量输钱也保持彬彬有礼。

不能由粗鲁的老板经营。

他发现这样的赌场是存在的，那就是纽约股票交易所和新兴的期权市场。据说索普早几年就计算出了期权定价系统，类似于布莱克和舒尔斯所创的布莱克—舒尔斯模型，但他没有发表这个成果。布莱克—舒尔

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

斯模型实际上相当于期权市场的“基本策略”，它能确定期权的合理价格。因为索普是唯一知道合理价格的人，他就能买进报价过低的期权、卖出报价过高的，并在这个过程中大笔赚钱。

索普创立了一个对冲基金——普林斯顿—纽波特基金。20年时间里，这位教授为他的投资者创造了20%的年收益率，并且波动性极低。演员保罗·纽曼是索普的一个潜在投资者，一次他曾问索普如果全职玩二十一点能赚多少。索普能通过算牌来击败赌场庄家，所以回答说一年大约30万美元。纽曼又问为什么不继续在赌场赢钱？索普看了看纽曼说，纽约股票交易所和期权市场这样的“赌场”让他一年赚600多万美元，而且风险很小，为什么要冒着人身危险去赚那30万美元？

任何一个投资都不能做到十拿九稳。即使是世界上最被看好的蓝筹股也可能明天就不复存在了。投资就是看运气，就像玩二十一点一样。索普对这些理念驾轻就熟，是最生动的代表人物。他几十年来在赌场和华尔街不断地利用时机，一举两得地为自己和自己的投资人创造了巨额财富。投资者涉足风险市场，一定要具有与索普玩二十一点时一样的观念：当时机特别有利于你的时候，多下注。

假设你采取了“低风险高收益”投资方法，找到了一家公开上市的现有企业，其经营模式简单。而且，这家公司目前正处于暂时低迷的状态，其股价受挫。好在它是具有持久优势的企业，也属于你有能力驾驭的那类企业。你也计算出了其目前以及两三年后的内在价值。你发现公司目前的股票价格比其两三年后预计的内在价值低了一半还多。

但几年后股票价格如何能够与内在价值相当？美参议员威廉·富布莱特看到了这个问题，并就此在美参议院银行和商业委员会1955年3月11日的听证会上与本杰明·格雷厄姆的深入交谈中进行了询问：

富布莱特问：最后再问一个问题。假如你发现了一个特殊情况，能以10美元买到价值30美元的东西，就买下来留着。然后不知不觉地，别人也认为那个东西值30美元了。如何能够做到这样？通过广告，还是什么？如何使贬值的股票恢复价值？

格雷厄姆答：这就是我们行业的一个秘密，对我和所有人都很神秘。但经验告诉我们，市场价格与内在价值最终会一致的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当出现意外情况如9·11事件或空袭珍珠港，股票价格会在短期内受到巨大影响，但是随后会反弹回来，如表10-1所示。

表10-1 危机事件后道琼斯工业平均指数（DJIA）下滑及其后表现

事件	反应期	DJIA 损失率	DJIA 收益率		
			反应期后天数		
		收益/损失率（%）	22	63	126
法国沦陷	05/09/1940——06/22/1940	-17.1	-0.5	8.4	7.0
朝鲜战争	06/23/1950——07/13/1950	-12.0	9.1	15.3	19.2
美国空袭柬埔寨	04/29/1970——05/26/1970	-14.4	9.9	20.3	20.7
阿拉伯石油禁运	10/18/1973——12/05/1973	-17.9	9.3	10.2	7.2
尼克松辞职	08/09/1974——08/29/1974	-15.5	-7.9	-5.7	12.5
亨特白银危机	02/13/1980——03/27/1980	-15.9	6.7	16.2	25.8
1987年金融恐慌	10/02/1987——10/19/1987	-34.2	11.5	11.4	15.0
亚洲金融危机	10/07/1997——10/27/1997	-12.4	8.8	10.5	25.0
俄罗斯金融风暴	08/18/1998——10/08/1998	-11.3	15.1	24.7	33.7
平均		-16.7	6.9	12.4	18.5
中值		-15.5	9.1	11.4	19.2

表10-1列举的九个事件都造成了道琼斯指数连续数天或数周以两位数字下滑。但是几个月后，道琼斯指数基本恢复到了原来的水平。企业界的突发事件如强生公司的药品恐慌，埃克森公司的油轮泄漏和20世纪60年代美国运通公司的"色拉油事件"都具有类似的特点。这些事件带来的恐慌和畏惧都立即造成了股市大跌。但过了一段时间，随着人们恢复理智，股价也回到了比较合理的水平。

同样地，无论投资于股价过低还是过高的企业，股票的价格都会围绕公司的内在价值上下波动，造成一定的盈利或损失。我们完全可以将此视为一种投资法则，并顺从它。这样，如果我们能算出公司两三年后的内在价值，现在能以较大的折价率购得其股份，就可以保证赚钱。至于投入多少，凯利公式是个不错的参考。

美国运通公司色拉油事件

当时机特别有利之际多下注是沃伦·巴菲特和查理·芒格惯用的投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资秘诀。1963 年 11 月，巴菲特先生将巴菲特合伙公司 40% 的资金投入了并非由他控制的美国运通公司。事实上他的全部流动净资产都在合伙公司里，所以相当于他将自己 40% 的流动净资产投入美国运通。那时，合伙公司管理着大约 1 750 万美元资产。这样，相当于投资约 700 万美元买进美国运通的股票。在巴菲特大笔买进之前，美国运通的股价已经跌了一半。

美国运通由于色拉油事件的影响，严重受挫。公司以一大仓库的色拉油为抵押贷出 6 000 万美元。后来发现桶里盛装的不是色拉油，而主要是海水，并且行骗的借方也破产了。美国运通宣布损失了 6 000 万美元，其股价立即跌了一半。当时，美国运通的市场融资总量约 1.5 亿美元，所以 6 000 万对其还不雄厚的财力来说是个巨大的打击。

巴菲特先生仔细分析了当时的情况，认为只要美国运通的旅行支票和运通卡的信誉未受影响，公司的内在价值就比当时的股价高得多。他认为股价不可能再低下去，只能大幅反弹，于是就进行了自己最大的一笔投资。他将自己净资产值的 40% 投入一个每日上头条负面新闻的危机企业。这个投注的最高收益是多少？如果我们知道，就可以运用凯利公式算一算是否值得。

我认为巴菲特先生从未直接回答过这个问题，但在他于 1964 年至 1967 年之间写给合作伙伴的信函中可以找到一些线索：

“如果我们的理性预测有极大的可能是正确的，且公司的实际价值不大可能会被改变，我们就可以将资产净值的 40% 投入那个公司。

当然，我们只会在特别罕见的情形下才会动用全部资产的 40%。正因为罕见，当我们发现后，就要集中力量下大注。在我们公司的历史上可能只有五六次拿出超过全部资产的 25% 去投资的情况。每一次都要保证有特别出色的表现。……这些投资也要具有质量和数量上的优势，出现严重永久性损失的可能性非常低……考虑每次投资数额的上限时，我会将其回报率低于道琼斯指数 10 个百分点以上的可能性预测调至最低。”

——沃伦·巴菲特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

注意巴菲特先生的用词。他不是在说十拿九稳的投资，因为任何投资都有可能失败。他重视时机，当时机对自己特别有利时，就毫不犹豫地下大注。巴菲特对美国运通的投资三年后获得了三四十倍的回报。根据已有的数据，让我们保守地假设这笔投资的收益可能性如下：

三年后获得200%以上的回报的可能性为	90%
三年后收回投资本金的可能性为	5%
三年后损失10%的可能性为	4%
全部赔掉的可能性为	1%

这样就不会只有两种结果。如果想具体知道如何用凯利公式计算每种可能性的情况下应该投入多少，可以访问 www.cisiova.com/betsizing.asp。这个网站不仅介绍了凯利公式，而且开发了凯利公式的应用程序，访客可以免费使用。另外，如果感兴趣还可以读一下爱德华·索普的文章："凯利标准在二十一点、体育博彩和股市的应用"。

根据上述列举的可能性，用凯利公式算出应该投入合伙公司总资产的98.3%。巴菲特的操作没有超出公式建议的范围，还将其余的资产投入了另外一些十分有利的机会。

通过一番了解，你会发现一般的共同基金竟有77个投单，的确不可思议。更重要的是，每个基金十只最大的持有股加在一起仅占总资产的25%。拥有100个投单以上的共同基金超过了三分之一。这就难怪80%的共同基金一直低于标准普尔500指数。也难怪，长期年度表现超过标准普尔500指数3%以上的共同基金，平均每200个里面还不足1个。

"低风险高收益"投资方法就是要你少投注、投大注、非经常性投注，这也得到了凯利公式的支持。这种方法对于在股市上进行被动投资非常有效。最后，正如查理·芒格经常说的："反过来看！要经常反过来看！"我们反过来看看那些多投注、投小注、经常投注的例子，会发现其结果都很差劲。下面是关于凯利公式的一些主要评价。

凯利公式计算出了我们最多应该投入多少，因此帮助投资者节省时间并达到投资的目的，其他办法也许会让你快一点儿，但同时一定会增加全盘皆输的可能性。如果超出凯利公式建议的上限，肯定会在反复不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

断的投注后一无所获。

使用凯利公式投资可能会出现相对高的震荡情况。这个公式只能帮助优化一个变量，即以最少的时间获得最大的收益，却不能控制震荡的发生。以凯利公式结果的上限为基础，下调投入数量，可能会缓解震荡的压力，但如果这样做，资本分配就不那么优化了。

在实际的投资组合管理中，投资经理会同时面临八个互无关联的有利投资机会。假设按照凯利公式的建议如表 10-2 所示的比例进行投资。

表 10-2 根据凯利公式对八个可用的机会进行投注的比例

可用的机会	（%）
1	80
2	70
3	60
4	55
5	45
6	35
7	30
8	25
总计	400

投资经理只能使用无杠杆组合的 100% 进行投资，分配的情况如表 10-3 所示。

表 10-3 对八个投资项目同时进行投注的比例分配

同时投注	（%）
1	20
2	17
3	15
4	14
5	11
6	9
7	8
8	6
总计	100

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

芒格和巴菲特当年经营合伙公司时，也会这样分配手中的投资资本。乔尔·格林布拉特和埃迪·朗伯特现在也在这么做。格林布拉特通常将资产的80%投入五个自己最看好的投资机会。在表10-3中，前五个投资机会占整个组合的77%。

如表10-3那样进行资本投资分配很大程度克服了震荡的问题，这些投资都比凯利公式建议的上限低得多。他们彼此之间毫无关联，实际产生的震荡会得到极大的缓解，年头越久越是如此。即使像凯利公式要求的那样大量投资，巴菲特合伙公司也从来没遭遇过滑坡的年头。据我所知，格林布拉特和朗伯特也都没遇到过。这三个人总是少投注、投大注、不经常投注，因此收益巨大却没遭遇什么波动。

另外值得注意的一点是我们有可能预测不准。每次我们计算出一只股票未来会带来的收益，充其量也不过就是一个概测。我们试图以保守的方式进行调整。但可能在8个有利投资中，排位第6的那个会比第3的那个收益高。虽然所有的投资都在我们能力范围之内，且基于我们对整体情况的理解的基础上，但还是会出现偏差的。

我在管理帕布莱基金时，为避免因偏差而造成的损失，对每次投资都进行调整，只动用总资产的10%。这不是最佳的投资方案，但可以兼顾解决排位第6那个投资的回报高于排位第二的那个投资这样的问题。有很多次，后三四个投资的表现都好于最被看好的那个投资。总体来讲，10个投单加在一起的结果非常令人满意。尽管达不到像80%的资产投入5家公司股票的程度，但还是比较集中的。将投资组合的80%投入7~10个投资机会是可行的。

投资就像赌博，就是看时机。要寻找价格异常的投资机会，看到时机十分有利于自己就投大注，才能创造财富。要根据凯利公式算出最多可以拿出多少资产投大注。还有，因为风险市场上会同时出现几个有利的投资机会，凯利公式无法解决的震荡问题可以通过采取集中的组合投资得到自然缓解。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十一章

低风险高收益投资方法302：注重套利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

套利是价值投资者手中必备的强大武器。通过套利，可以毫无风险地获取一定的回报。尽管有时赚钱也不多，但套利可以使投资绝对没有风险。套利的优势在于："好了，我赚钱；糟了，我不赔不赚，还可能赚钱！"套利有许多表现形式，这里列举四种：

1. 传统的商品套利

如果黄金在伦敦的交易价格为每盎司600美元，在纽约倒手卖到每盎司610美元，套利者就可以在伦敦买入后，迅速在纽约卖出，从而获取差价。但这样的交易时间长了，差价就会被逐渐缩小甚至消失。

2. 关联股票套利

伯克希尔哈撒韦公司有两种股票——BRK. A和BRK. B——在纽约股票交易所上市。BRK. B的价值是BRK. A的1/30。1股BRK. B拥有的投票权相当于1股BRK. A的1/200。投入同样数量的钱，购买BRK. B股票得的投票权还不及购买BRK. A得的六分之一，所以BRK. B显得有点低级。除此之外，两种股票基本相同。巴菲特先生及其好友持有大量BRK. A股票，足以控制公司，所以两种股票在投票权上的差异作用不大。持股者可以随时将BRK. A转换为BRK. B，但不能反过来转换。

所以，这两种股票的交易价格应当相同，或者BRK. B因其在投票权上的劣势和单方向转换的特点，应当在价格上略有折扣。

然而，事实却不是这样。如表11-1所示，在三个月的时间内，BRK. B的价格持续打折了几周后，却出现连续几周高于BRK. A的情况。其中几天，两种股票的差价达1%。如果摩擦成本很低，套利者就可以获取利差了。

许多股票交易中都可见这种套利方式。有时，即使一个控股公司的各下属公司都是独立上市公司，这个公司的股票价格却有可能低于下属公司股票价格的总和。封闭式基金的市价有时比其实际资产价值低出很多。它们都是套利者觊觎的目标。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

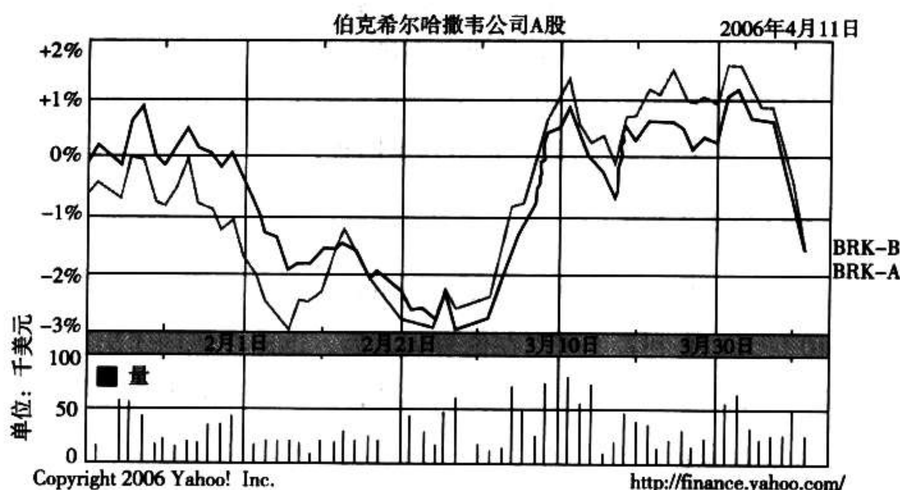


图 11-1 2005 年 1 月 13 日至 2006 年 4 月 2 日 BBK. A 与 BBK. B 的价格变动

3. 企业合并套利

公开上市的公司甲宣布以每股 15 美元的价格收购公开上市的公司乙。宣布之前，公司乙的股票价格为每股 14 美元。如果投资者以每股 14 美元的价格购买公司乙的股票，然后持股直到公司合并成功。这样，每股 1 美元的价差几个月后就可以带来丰厚的收益。但是，合并无法顺利成交的风险也经常会发生。这时，公司乙的股价有可能跌到 10 美元（或更低）。与上面谈到的套利形式不同，这种套利并非全无风险，通常被称为风险套利。

对于已经宣布却有始无终，或未得到政府批准、或未得到股东同意的公司合并发生的概率，可以找到很多数据进行参考。如果你了解这些公司及其变动趋势，就可以抓住成功的机会，并适时采取相应的投资行为（或不去投资）。

4. "低风险高收益"套利

创业伊始都会进行套利。本书第五章已经举出了一个例子。C 城的那个理发师开了一家理发店，利用了与最近一家理发店相距 17 英里的套利利差。但那 17 英里的利差会随着时间的流逝而缩小为几个街区的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

差距，直至消失。然而，只要利差存在，他就可以获取超常利润，并且不用承担风险。正是低风险和高不确定性为他带来了收益。那个理发师是典型的“低风险高收益”套利者。“好了，他赚钱；糟了，他赔得不多。”

绝大多数企业家都不是冒险家。他们都是“低风险高收益”套利者。其中最为生动的例子就是 CompuLink 公司的创办经历。阿马尔·拜德在《新兴企业的产生和发展》一书中对此有所谈及。1984 年，20 多岁的史蒂夫·塞弗林和罗伯特·威尔金创办了 CompuLink 公司。塞弗林是业务的主导者。他从大学辍学后参军，当了一名电子技工。军队保守的态度并没有影响到他。短期服役后，他退伍了。他没有工作也没有钱，住在佛罗里达州一个很小的单室公寓房里。

那时正值个人电脑业发展初期，塞弗林是个电脑爱好者，在家里安装了一台电脑和一台打印机。根据安装要求，打印机最好与电脑相隔一段距离，他需要用 20 英尺长的缆线来连接。他去一家出售打印机连线和电脑配件的商店，问那里是否有他需要的长线。

那时，电脑还是非常新鲜的事物。电脑连线的接口不像现在这样标准统一、可以通用。那时有许多规格的连线和插口。店主说有连线，但每根只有 7 英尺长，只能将三根这样的连线用特殊的连接器连接起来代替。但塞弗林觉得总价太高，且对这个办法本身也不满意。

他回到家又考虑了一番。然后他又找到那个店主，说自己曾在军队做过技术工作，知道如何制作电脑连线。他说可以制作各种长度的连线，供应给那家商店去销售。店主说顾客经常询问各种长度的连线，而商店却没有进货渠道也无法自行制作。然而，店主还是犹豫是否要冒着货物积压的风险引进这些没有商标的连线，因为库房里的一些现货甚至马上就会失去市场。塞弗林决定采取委托销售的形式，这样店主就不需要库存了。塞弗林因此得到了第一位顾客。

塞弗林和威尔金仔细研究了市场上有求无供的连线和连接器的规格。他们买来 300 英尺长的连线和制作连接器的设备，然后投入工作。他们制作不同长度的连线，供应给那个商店去销售。制作连线的成本约每根 2~3 美元，供给商店的价格约每根 16 美元，是非常具有竞争力

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的。商店出售的价格每根超过30美元。皆大欢喜。

他们又找到了几个零售商销售他们的连线，随后的几个月里销售量激增。但后来开始下降，销售商说他们不再需要CompuLink公司的连线了，因为他们原来的主要供应商也开始提供不同长度的连线了，而且其品牌和包装都略胜一筹。

塞弗林非常失望，陷入了一段时间的沉思。但他发现个人电脑和打印机生产厂家不断推出新款产品，对连接会有新的要求。所以不出几个月，当竞争者开始参与竞争，CompuLink公司就对大部分产品的生产进行变更。

塞弗林很聪明也很专业，总是抢先其主要竞争者约3~6个月推出最新型号的连线。他的竞争者们都是大公司，推出新品需要时间，所以总是落后于他。塞弗林生产出最新型号的连线，将其投入流通领域，获取超常的垄断利润，但3~6个月后他的产品或者被其他主要生产商的产品取代，或者不得不自行降价。

两个人运用“低风险高收益”的套利方式将公司经营得非常出色，并在1989年被评为全美发展最快的500家企业之一。他们可以说是从事商业套利的典范，可以毫无风险地获取超常利润，尽管每次只能维持几个月的时间。他们也善于应对不确定性因素。低风险、高不确定性和套利是优秀企业家的基本经营之道。

随着电脑接口的标准化，CompuLink公司最初的套利利差不复存在了。但他们不断发展变化，总是寻找新的套利机会。后来他们在复杂的连线安装领域找到了机会。现在，公司有600名员工，主要从事连线的安装服务。这方面的利差也在不断缩小，但公司已经树立了品牌和信誉。公司至少会继续兴旺几年，直到技术变革或竞争加剧使利差最终消失为止。

对盖可保险公司来说，套利利差源于它选择直接出售汽车保险，而不采用中介代理或分支机构的营销系统。与另外两家保险公司：好事达保险公司和国家农场保险公司不同，它没有自己的分支机构和中介代理。国家农场保险公司在美国拥有几千个社区代理。通常每个代理处都由一个代理商独立所有，并收取佣金。这种营销的费用占两个公司投保

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金标准的15%。与大部分车险公司相比，盖可公司相当于永远都具有15%的成本优势，这就是套利利差。

盖可保险公司直接通过由本公司员工提供服务的电话呼叫中心和公司网站 www. geico. com 销售保险。这两种渠道的成本都比采用几千个代理处低得多，况且每个代理处由各自的代理商所有，他们自己也需要每年获取至少六七或八位数字的利润。随着互联网的普及，通过公司网站进行销售的比例越来越大。通过网站进行销售的成本远低于电话销售的成本，这就进一步增加了公司的套利利差。实际上，盖可的套利利差在过去70年里一直在稳步上升。在公司早期的几十年，电话并不是无处不在的，那时主要的销售渠道是信件。电话的普及使之逐渐成为主要的渠道了。

直到20世纪80年代，电话费还是相对较高的。随着资费的不断下降，盖可保险公司的套利利差也在增加。公司曾经要为800免费电话服务每分钟支付25美分。我想，现在，公司每分钟甚至只需支付1美分了。电话销售的主要成本来自几千名公司客服人员的工资。但通过员工的自然流失，同时在印度设立一两个呼叫中心，就可以自然而然地降低成本，并增加套利利差。

在十年或二十年内，盖可公司的大部分交易都有可能通过互联网进行，成本接近于零，套利利差会进一步加大。好事达和国家农场两家保险公司都没有互联网和电话带来的成本优势。随着代理处以及员工工资成本的不断增长，未来几十年他们会面临越来越高的摩擦成本。

盖可公司创建于20世纪30年代初，一直致力于车险直销。70多年来，公司一直可以获取套利利差，而且令人赞叹的是，这种利差还没有缩小的迹象。几乎所有的套利利差最后都会消失，盖可公司所获的利差也不例外。即使利差几十年来一直增长，最后也会终结。

盖可公司和前进公司都直接承保车险，它们大约占美国车险13%的市场份额。若干年前，13%还是较小的数额，但未来几十年里，数额会大幅提高。好事达保险公司和国家农场保险公司共占30%左右的市场份额，它们即将失去的市场很可能就是盖可和前进公司即将占有的市场。不取消代理制、不打破其核心营销模式，两家公司就很难复制盖可公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的模式。

未来几十年里，随着车险直销的普及，盖可公司很可能会与其他直接承保公司（如前进公司）展开竞争，套利利差也会消失。那个理发师所获的套利利差只持续了一两年。盖可公司所获的套利利差可能会持续近一个世纪。在这两个例子中，他们都树立了自己的品牌，拥有的固定客户可以带来稳定的收入保证。因为有品牌的力量，即使最初的套利利差消失了，公司还是可以存活下去。但是，未来几十年将很难做到以高于经济增长率的速度发展。

企业家们通常会洞察出套利机会，然后迅速行动，最后创办出令人赞叹的公司。当里奥·古德温创办盖可公司时，他可能从未料到自己是在从事套利式经营。然而，这正是盖可公司那时的特色，现在也是如此。当时他没见过有人直接销售车险，而且觉得直销在客观上很有好处，便开始尝试。雷·科洛克也从未想到自己会从事套利式经营，但麦当劳的经营模式正是如此。雷·科洛克成功地利用了利差。同样地，霍华德·舒尔茨也通过创办星巴克利用了另外一种利差。最终，这些利差都会消失，竞争者会涌现出来，消费者的口味也会变化。

以蒙哥马利沃德零售店为例。开始时，创始人亚伦·蒙哥马利·沃德首次提出了“保证满意，不满意退款”的经营口号。那时，顾客退货是很难的。如果商品的包装被拆开，就更不可能退货了。蒙哥马利却看出了其中蕴藏的套利机会，并试着加以利用。他提出的退款保证对大部分消费者来说很新鲜，令人感觉不可思议。正因为这样，商店才得以迅速壮大。

西尔斯是另外一家新兴的创新企业。它看到蒙哥马利沃德取得了成功，也跟着采纳了类似的经营口号。其他的竞争者都没有采纳这种听起来有点儿奇怪的经营方法。毕竟，这需要商家充分信任所有拿着购买的商品、基于各种原因要求退货的顾客。这些顾客只需说他们不满意，西尔斯或蒙哥马利沃德就要退款给他们。这种套利利差持续了几十年，然而现在，这种利差在发达国家基本上已经消失了。所有的商家都必须提供这种保证，这是进入这个行业经营的入场券，就像要说“谢谢”一样平常。消费者认为每个零售商都应该这样做。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当这个利差消失了，西尔斯和蒙哥马利沃德都不再有吸引顾客的制胜法宝了。最后的结果是，沃德的商店在2000年纷纷倒闭，西尔斯也不复昔日的荣光。它们无法在价格和效率上与沃尔玛连锁超市竞争；无法在吸引高端顾客上与塔吉特商店竞争；也无法与“品种杀手”家得宝或百思买竞争。西尔斯商店的零售额已经连续几年下滑了。西尔斯和沃德的商品目录曾经是两家公司的另外一种套利优势，但多年前就已经落伍了。

福特汽车公司的一个重大创新是组装线，这使公司可以进行规模生产、降低成本。后来，不仅福特的所有竞争对手都采用了组装线，而且这基本成为了所有产业的制造商共同的生产标准。几十年前，组装线给福特带来的套利利差就已经消失了。通用汽车的创新是细分汽车市场，为不同类型的消费者设计不同的品牌和款式。这种套利利差很多年前也不见了。难怪这两家公司很长时间一直是举步维艰。创建之初的套利利差虽已成为历史，但福特和通用汽车还算是成功的。汽车工业发展之初成立的众多汽车制造商在开始时的套利利差就很小，后来这些公司很快就消亡了。

20世纪80年代，我居住在伊利诺斯州的内珀维尔，我家附近有一个沿街而建的购物中心。入住其中的最主要的商家是老鹰杂货店，另外还有一家提供外卖的中餐馆，一家国家农场保险公司的代理处和一家发廊等。每次我开车经过那条街，都会惊讶地发现很多店铺的更迭。我想过很多次，如果我在每年1月1日拍摄一张整条街的照片，然后将每年的照片收集成一本书，就会在照片中看到变化。上一次我去查看，国家农场保险公司的代理处还在，算一算它在那条街上已近20年了。

一些企业的优势会相对薄弱。老鹰杂货店几年后就破产了，因为卖杂货是比较难做的生意。大约过了十年，我注意到除了那个发廊和国家农场保险公司代理处，其他的店铺都不见了。发廊可以从稳定的顾客群里获得重复性收入，人们也都需要给汽车上保险。再过几十年，盖可和前进公司可能会抢走国家农场保险公司现有的保险客户，那么那个代理处也将关门了。

一个持久的“低风险高收益”套利利差就是沃伦·巴菲特说的护城

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

河。他在2000年于内布拉斯加州奥马哈召开的伯克希尔哈撒韦公司年会上回答提问时说道：

“我们希望自己的城堡能有一条宽广的护城河，河中满是鲨鱼和鳄鱼以抵御入侵者。这些入侵者就是几百万意欲用手中资本抢走我们的资本的人。我们认为要修建无法逾越的护城河，并告诉我们的管理者每年都要增加竞争优势，甚至不需要每年都提高利润。我们认为我们所有的公司都要有深厚宽广的竞争优势。”

——沃伦·巴菲特

巴菲特先生极其擅长收购具有持久优势和套利利差的企业。然而，甚至在伯克希尔公司，一些优秀部门的优势最后也枯竭了。其中的例子包括蓝筹邮票公司和世界图书公司。蓝筹小票与斯佩里哈钦森绿票类似，由零售商根据消费的数额赠送给顾客。可以用积攒的小票从商家那里免费换得不同的商品。这项业务现已彻底消失了。现在，以累计飞机里程换取商品的活动近似过去收集蓝筹小票，也加速了蓝筹小票业务的消亡。

世界图书是伯克希尔哈撒韦公司旗下的一个百科全书出版公司。过去，其主要竞争者是大英百科全书。现在，两个出版社都不存在了。大英百科全书和世界图书两家公司都无法与谷歌抗衡。他们的优势已彻底烟消云散了。

《巴法罗新闻报》是伯克希尔旗下另一家子公司，也是巴法罗地区的主要报纸。多年来，《巴法罗新闻报》一直处于垄断地位。后来，报纸的读者开始减少，其优势地位日益下降。不能说这些投资都是失败的。恰恰相反，上述三个投资都是伯克希尔公司的出师之作。它们多年来一直保持着稳定的商业运作模式，为伯克希尔公司带来了巨大的投资回报。比如收购See's Candy公司的资金就部分来自蓝筹邮票公司。

我们知道所有“低成本高收益”的套利利差最终都会消失。最重要的问题是：利差会持续多久，优势有多大？正如巴菲特先生所说：

“投资的关键不在于衡量企业的社会影响力有多大，或者会增长多少，而是要确定其竞争优势在哪里，更重要的是，这种优势会持续

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多久。”

——沃伦·巴菲特

任何事情最后都会结束。即使是看起来永不消逝的“低风险高收益”套利的利差最后也会不复存在。那并不意味着我们不能进行投资以获取回报，而是意味着我们要预测出利差能持续十个月还是十年。利差越大越好、越久越好。“低风险高收益”套利和传统套利的区别主要在于利差的持久性和规模。以“低风险高收益”模式进行的套利，利差可以持续多年，投资者可以通过获取利差得到巨大的回报。

要不断寻找套利机会。这能为你的投资资本带来高额的回报，又基本没有风险。要尽可能地充分利用“低风险高收益”模式的套利利差。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十二章

低风险高收益投资方法 401：安全边际，切记！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你可能没有意识到，目前你已经完成了“低风险高收益”投资专业本科第一、第二和第三年课程的学习了。你现在是第四年的学生了，离毕业只有一步之遥。你一定非常喜欢这个专业，并决定继续升入“低风险高收益”投资的研究生院，攻读硕士学位。再经过三个章节的学习，你将完成本科课程。本书最后三个章节则属于硕士课程。吸收了这些知识，并将其上升为理念后，你就彻底成为“低风险高收益”的投资硕士了。据可靠资料显示，“低风险高收益”投资硕士比哈佛大学工商管理硕士要强得多，会让你变得更加富有。

巴菲特先生每年都见一批来自30多所大学商学院的学生。这些学校包括哈佛、耶鲁、田纳西以及德州农工等。学生们可以向巴菲特先生提问任何领域的问题。一个多小时后，大家再去他最喜欢的牛排餐厅与他共进午餐。基本上每一次他们都会向巴菲特先生索要推荐书目。巴菲特先生十几年来一贯推荐的最佳书目是本杰明·格雷厄姆的《聪明的投资者》。2006年3月24日在内布拉斯加州奥马哈，他对哥伦比亚商学院的学生说道：

“《聪明的投资者》仍是关于投资的最佳参考书。在书中，有你们真正需要的三个内容：

（1）第八章，标题为市场类比，讲得是让股市为你服务。第三部分提到的《华尔街日报》就权当我的经纪人，每天为我提供股票牌价，帮助我决定买进还是抛售，从来不曾间断。

（2）一份股票就是企业经营的一个部分。购买股票，不要忘了企业的内在价值取决于现金流入和流出的数量。

（3）第二十章，标题为安全边际。购买股票时，一定要确保股价比你对其进行的保守估价还低。”

——沃伦·巴菲特

格雷厄姆对安全边际重要性的看法非常直截、简明。记得爱因斯坦说的智慧之五个等级依次为“聪慧、明智、卓越、天才和简单”。当以远低于其价值的价格购得资产时，我们就降低了失败的风险。格雷厄姆的天才之处在于他注意到了下面两组现实的因果关系：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（1）比内在价值低得越多，风险越低。

（2）比内在价值低得越多，回报越高。

帕特尔先生和马尼拉尔都没听说过格雷厄姆这个人。布兰森也没有读过格雷厄姆的书。但他们追求“低风险高收益”的经验都是将风险降至最低。他们总是注重运用这个听起来奇怪的理念：“风险越低，回报越高。”

世界上大多数顶级商学院都不理解安全边际或“低风险高收益”理念的本质。对他们来说，低风险总是与低收益相伴，而高风险总是与高收益为伍。我们一生中都会遇到一些低风险高收益的机会，它们存在于生活的各个方面。商学院应当教授学生如何发现和利用这些机遇。

安全边际在风险市场上灵活运用的一个例子就是沃伦·巴菲特在1973年对《华盛顿邮报》股票的购买。他说道：

“我们在1973年年中时买进《华盛顿邮报》的股票，那时的价格还不到企业价值的四分之一，价格与价值的比率很容易算出来。大多数证券分析人士、中介经纪人和媒体管理者也都像我们一样，预测出《华盛顿邮报》的内在价值为4～5亿美元，而其1亿美元的股市价格每天都出现在大家眼前。相比之下，我们的优势在于态度。我们已经从本·格雷厄姆那里学到，成功投资的一个秘诀就是在良好企业的股价比企业内在价值低很多时买进股票。

……从1973年到1974年，《华盛顿邮报》的经营一直不错，内在价值在增长。然而截至1974年底，我们手中《华盛顿邮报》股票的价格却跌落了近25%，市值只有800万美元，而我们的持股成本却有1 060万美元。我们一年前以不可思议的低价买来的股票变得更为便宜，因为股市以其无形的力量将《华盛顿邮报》每1美元的内在价值贬低为每股市价不足20美分。”

——沃伦·巴菲特

另外，巴菲特先生在过去的33年里一直持有《华盛顿邮报》的股票，没有卖掉一股。最初1 060万美元的投资，现值超过了13亿美元，翻了124倍还多。《华盛顿邮报》还发放了一定的红利，这都没算在那

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

124倍之中。每年，《华盛顿邮报》都将一定的红利支付给伯克希尔公司，数额超过了巴菲特先生最初购买股票的支出。

为什么《华盛顿邮报》股票在1973至1974年期间的市值大大低于其内在价值？巴菲特先生继而进行了解释：

“20世纪70年代初，大部分机构投资者认为，企业内在价值对决定在什么价位买进或卖出股票的参考意义不大。现在听起来不可思议，但当时投资机构都受名牌商学院学者的影响，认为股市是完全有效的，因此计算企业的内在价值对于投资活动毫无意义，甚至都不用考虑这个因素。（我们应当感谢这些学者们，试想在玩桥牌、下象棋或选股这样的智力对决时，如果对手自己都认为思考是浪费精力，还有什么比这更有利于我们最终获胜的呢？）”

——沃伦·巴菲特

过去20年里，机构投资者对于市场效率的看法并没有太多的变化，正如查理·芒格在2004年威斯克公司年会上所说：

“很少有人采纳我们的观点……可能只有百分之二的人站在我们这边，其余的百分之九十八都对他们学的深信不疑（比如说市场是完全有效的）。”

——查理·芒格

实际上，巴菲特先生购买《华盛顿邮报》股份的价格低于企业内在价值达75%之多。正如本杰明·格雷厄姆对参议员富布赖特所说，低于内在价值的情形最终会消失。巴菲特先生知道这个价差几年后也会消失。每次在我投资时，我都会假设价差极有可能在三年或更短的时间内消失。依我过去七年的职业投资经验，绝大多数的价差都会在18个月内消失。

1973年，巴菲特先生以每股6.15美元的价格购买《华盛顿邮报》的股份。但那时他认为其内在价值应为每股25美元左右。让我们假设《华盛顿邮报》的股价在三年后达到其内在价值的90%。再假设由于收益留存和业务增长，其内在价值每年增加10%。这样，在1976年，企业的内在价值就超过了每股33.28美元（$25×1.1×$1.1×1.1），其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

90%就是约30美元。如果在1973年买进这只股票，1976年卖出，那么年回报率就达到了70%左右。套用凯利公式，以保守的估计计算：

三年回报4倍以上的可能性为	80%
三年回报2~4倍的可能性为	15%
三年回报0~2倍的可能性为	4%
全部赔掉的可能性为	1%

根据凯利公式，投资者可以将其所有资产的98.7%投入这个令人垂涎的投资机会。那时，伯克希尔哈撒韦公司的市场融资总值约为6千万美元，可利用的现金可能只占一小部分。我猜测巴菲特可能将其所有资产的25%以上用于这笔投资。

格雷厄姆对于安全边际的强调是可以理解的。尽量降低损失的风险，提高赢利的机会是有效的手段。这就是巴菲特先生的净值能超过400亿美元的原因。他将风险减至最低，同时追求回报最大化。一般情况下，资产的交易价格都会等于或高于其内在价值，而重要的是耐心地等待其急速下滑至内在价值之下。

那通常都发生在极度低迷和悲观之时，理智的丧失导致资产的交易价格直降至其内在价值之下。极度低迷的情形可能由重大事件引发，如9·11恐怖袭击和古巴导弹危机。也可能是公司事件，如泰科公司丹尼斯·科兹洛斯基的丑闻导致公司股价大跌。

我们不能预测哪种资产接下来会变得低迷。然而，只要我们关注一种资产的股票，那就涵盖了成千家企业。基本上每个星期都有公开上市企业的股价大跌。有时，整个行业都在下挫。还有比较罕见的情况，比如9·11事件后整个股市都在抛售。

帕特尔先生、马尼拉尔、布兰森、格雷厄姆、芒格和巴菲特都一直关注获取较大的安全边际，尽量寻找低风险高收益的投资机会。这确实是致富的良方。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十三章

低风险高收益投资方法402：投资于低风险高不确定性企业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

帕特尔先生、马尼拉尔、布兰森和米塔尔都投资于低风险企业。然而，他们投入的企业大多是有可能出现各种不同的经营结果的。这些企业未来的表现都非常不确定。然而，这些深谙“低风险高收益”经营之道的企业家将所有的可能结果都考虑了一番，只要投入的资本很少，或者资本永久损失的可能性极低，他们就会很坦然地投资。这是投资过程中非常需要具备的两个特点，否则，情况就很麻烦。他们投资的企业都具有共同的特点，即低风险和高不确定。

他们不曾用凯利公式算出各种可能性，却本能地意识到了他们的投资极有可能得到翻倍的回报，投资失败的可能性极小。非常简单：“好了，赚钱；糟了，赔得不多！”

华尔街有时会被风险和不确定性搞乱手脚，你可以趁机大赚一笔。华尔街不喜欢不确定性，他们通过贬低公司的股市牌价表现出对不确定性的厌恶。以下是导致股价低迷的几种组合：

高风险、低不确定性

高风险、高不确定性

低风险、高不确定性

第四种组合为低风险、低不确定性，是华尔街喜欢的，这些企业的股价经常创出最高交易率。要避免投资于这样的企业。在上述三种组合中，对于我们这些践行“低风险高收益”投资艺术的行家来说，唯一感兴趣的就是低风险高不确定性这个组合。它能给我们带来最想要的结果，如同掷硬币，正面，赚钱；反面，赔钱不多。

美国运通公司、自动数据处理公司、薪金处理公司、宝洁公司和科斯科公司都是低不确定性企业的代表。它们的股价很少落到低廉的水平。一旦它们的未来显现出不确定性，就像20世纪60年代美国运通公司那样，股价也就随之迅速下跌。

斯图尔特公司

关于企业低风险高不确定性的一个典型案例就是2000年斯图尔特公司的状况。斯图尔特公司具有96年的历史，于20世纪90年代在殡葬

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

服务领域进行了公司兼并。殡葬服务业一直是企业各自为战，20 世纪 90 年代初兼并开始盛行，造就了一些拥有十亿美元资产的企业。斯图尔特公司、洛温公司、服务公司和运输服务公司这些公司迅速收购众多小公司，最后导致负债累累。

这些公司的失误在于其大部分收购都是通过现金而不是股票进行的，它们肆意借钱来完成收购。最后，洛温公司因无法应付债务困境而宣布破产。华尔街遂失去了对殡葬业的兴趣，其股价开始一路下滑。银行家和贷方也不想继续放贷，还要求偿还欠款。收购不能继续，销售额也停滞不前。殡葬服务也不再是增长型行业了。

2000 年，斯图尔特公司的长期债务为 9.3 亿美元，其中大约 5 亿美元将于 2002 年到期。华尔街开始怀疑这些殡葬业巨头的还债能力，并将其股价减低到似乎这些公司全部都要破产的程度。因此，斯图尔特公司的股价也在两年内从每股 28 美元降至 2 美元（见图 13-1）。

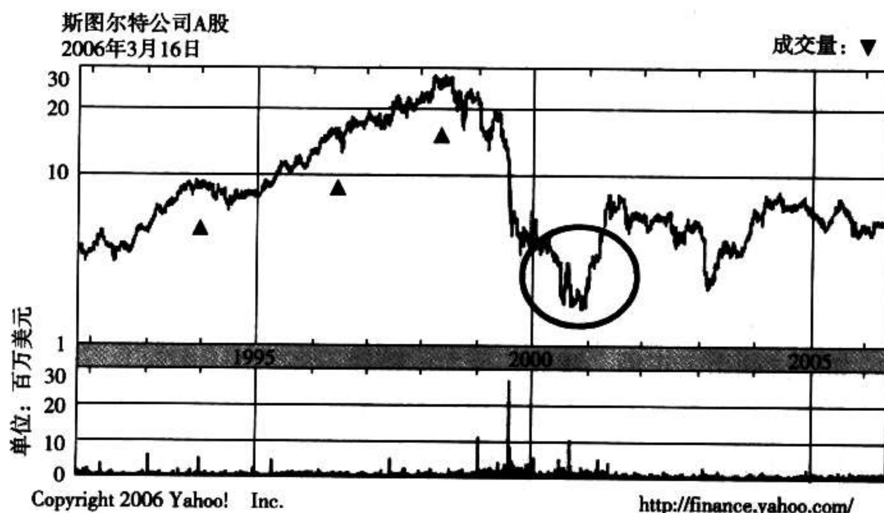


图 13-1　1999 年至 2000 年斯图尔特公司股价从 28 美元跌至 2 美元

2000 年秋，我看到《价值线》杂志上列出的市盈率最低的股票，突然间发现了一些问题。连续几个星期，有两只我从未听说的股票成为《价值线》所列股票中市盈率最低的。这两只股票分别是服务公司和斯图尔特公司，它们的市盈率都小于 3。我关注《价值线》的排名很多年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了，很少看到一个行业 1 600 种股票价格都在其收入的三倍以下。而且，我注意到这些少见的现象都发生在殡葬业。我认为殡葬业也是个简单的行业，所以决定深入研究一番。

记得 1990 年年中的时候，我在《芝加哥先驱论坛报》上读到一篇不错的文章。它是关于行业经营失败的概率的。文中附有一个表格，以 SIC 代码的顺序列出了行业经营失败的概率。我发现所有行业中失败概率最低的竟是殡葬业。但仔细想一想，还是有道理的。

（1）每个家庭都希望自己挚爱的亲属最后的仪式办得体面。他们不会去追求最低价位，而是遵照传统依靠家族一贯使用的那个殡葬公司。

（2）我怀疑是否真的有年轻人立志要成为一个殡葬业的大亨。这个行业具有悲伤的特质，所以不会涌现出很多新公司。

（3）沃伦·巴菲特曾简明地说过，变化迅速的行业对投资者不利。而人类对自己最后仪式的安排大都比较固定，几百年变化不大。即使人们越来越多地以火葬代替土葬，这种转变也是个渐进的过程，现有的公司比较容易适应。

（4）美国人口继续增长，而且在未来几十年将保持增长态势，未来几年的行业收入也会增长。

（5）预期寿命的增加会影响行业近期收入的增加，但通过预售性收入会有所弥补。许多公司的预售收入占其总收入的 25% 左右。试想客户现在就付钱，而公司却可以在 40 年后才提供服务，这样的行业会是什么状况？

由于以上特点，殡葬公司的股价应当居高不下，市盈率也应是两位数。这些公司现金流量的稳定性也都非常高。但是，正是这个坚不可摧的行业却被华尔街所遗弃。

2000 年 7 月，对于斯图尔特公司如何偿还债务以避免拖欠的问题依然没有明确答案。华尔街认为公司将会因无法履行债务、股价低落而不得不宣布破产。

那时，斯图尔特公司年收入约 7 亿美元，在九个国家拥有约 700 个墓地和殡葬公司，大部分在美国。斯图尔特公司股票的有形账面价值为每股 4 美元，股票的市值为账面价值的一半。因为帐面价值还包括土地

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

等硬资产，所以很容易被低估。

至2000年4月30日，斯图尔特公司6个月的利润和现金流量大约为3 800万美元，也就是每股约0.36美元。一年的自由现金流量可以达到每股0.72美元。其股价不及现金流量的三倍，约为年收入的四分之一。

表面看来，几百家小型殡葬公司被收购之后经营并没有出现明显的变化。由于在各自的社区拥有着巨大的品牌力量，这些小公司的名称通常被保留了下来，只是后端、销售和预售等业务被精简和集团化了。旗下每个殡葬公司都经营良好，自由现金流量充足平稳。所以，母公司的财务赤字才是主要问题。

债务到期时，公司将产生1.55亿美元自由现金流量，赤字会控制在3.5亿美元以下。我认为未来24个月里会有五种可能：

（1）每个殡葬公司都是各自独立经营，斯图尔特公司只是将几百个家庭经营的殡葬公司集合起来，而每个公司都保持着自己的名称，客户大都不知道公司的所有权已经易手。这样，为了筹集资金，斯图尔特公司可以选择卖掉其中一些小公司 。也许，很多公司会被原来的所有者收购回去。斯图尔特公司当初收购的价格一般是被收购公司现金流量的八倍或更多。我估算再次卖给原来所有者的价格至少会相当于现金流量的四倍至八倍。这样，转让100~200个殡葬公司就能偿还债务。

我认为上述这种情况发生的可能性为　25%

这样股票价值在24个月后将为　>每股4美元

（2）贷方或银行看到斯图尔特公司的现金流量稳健、行业模式固定，决定延长还贷期限或允许以贷还债。如果公司愿意接受支付更高的利息（比如在现有的基础上提高200个基点），这种情况就更有可能发生了。

我认为上述这种情况发生的可能性为　35%

这样股票价值在24个月后将为　>每股4美元

（3）斯图尔特公司可能会另外寻找贷方。因为现金流量充足，所以能够找到很多贷方，如果将利息基点较现在的水平提高100点或200点，这种情况就更是有可能发生了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我认为上述这种情况发生的可能性为 20%

这样股票价值在 24 个月后将为 >每股 4 美元

（4）斯图尔特公司破产。对于像它这样的破产重组，法院可能会命令将其旗下一些小公司卖掉，得到的资金用于偿还拖欠的债务。尽管是低迷局面下进行的出售，但由于买家之间相互竞价，这些小公司还是会得到相当于现金流量五倍至七倍的价格。最多卖掉几百个小公司后，公司就会摆脱破产。

我认为上述这种情况发生的可能性为 19%

这样股票价值在 24 个月后将为 >每股 2 美元

（5）一个直径 50 英里的陨石坠落，或者黄石公园岩浆喷发，或者其他极端事件的发生，使斯图尔特公司的股价降为零。

我认为上述这种情况发生的可能性为 1%

这样股票价值在 24 个月后将为 0

很明显，形势如何发展是不确定的，全盘输掉的风险几率不足 1%。这就是体现超级高不确定性和超级低风险性的典型案例。在这种情况下，华尔街会失去理智地将公司市值贬低。当华尔街被风险性和不确定性搞得混乱不清时，你却一定要利用这个时机，通常结果都相当不错。

那时我还没听说过凯利公式，但用不上三年级的数学知识就能算出这是个非常有利的投资。（顺便说一下，根据凯利公式，应当拿出全部资产的 97% 用于这笔有利的投资。）

在 2000 年第三、四季度，帕伯莱基金将总资产的 10% 投入斯图尔特公司的股票。当时每股股价不足 2 美元，并打算两年内在股价升到 4 美元之上时抛掉。

几个月后，即 2001 年 3 月 15 日，斯图尔特的公司大会宣布要着手出售其在欧洲和墨西哥等地的国际性殡葬公司。公司的国际性资产占总收入和资产的 20%，但一直没有带来很多现金流量。斯图尔特在美国以外拥有 4.6 亿美元的资产。随着部分不确定因素开始消失，公司的股价也由每股 2 美元升到了 3 美元。

斯图尔特希望通过这些出售获得 3～5 亿美元的资金。而且公司经营者们的操作比我预想的还好，他们在不减少现金流量的情况下还清了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

债务。这说明，如果优秀的经营者能够找到为投资增值的办法，那么我们的投资就更有可能赚钱了。

到2001年3月，斯图尔特还清了5亿多美元的债务，现金流量依然坚挺。几周后，当公司股价超过每股4美元，我就退出了。这样，斯图尔特出售完旗下的小公司之后，股价升至每股8美元，而且每股在6~8美元的水平上持续了很久。

华尔街分辨不出风险性和不确定性，经常会将两者混淆。像巴菲特和格雷厄姆这样精明的投资者几十年来一直巧妙地利用着股市的弱点，获得丰厚的回报。只要找到低风险、高不确定性的投资机会，就能利用华尔街的弱点赚钱。

Level 3 可转换债券

另外一个通过低风险高不确定性投资获得丰厚回报的例子与Level 3通信公司在2001年和2002年发行的可转换债券有关。Level 3公司是一个提供全球宽带及其他网络和通信业相关服务的运营商。公司建设和运营全球互联网协议服务，提供世界上最廉价的数据传输业务。

对我而言，任何有关技术领域的投资决定用不上五秒钟考虑就可以被否掉，因为它们大都属于不稳定、变化快的行业。我曾将整个信息通讯行业都统统否掉。快速变化的产业是投资者的大敌。这就是为什么追求低风险高收益的企业家们只关注于长期变化最小的行业。我在属于信息通讯业的泰乐公司工作了五年，让我倍感这个行业变化之快。所以，选择投资时最好还是对整个行业都不予以考虑。

在2001年年中时，我读到了《巴伦周刊》的一篇文章，促使我改变了这种保守的态度，并开始深入研究Level 3公司。那篇文章说伯克希尔哈撒韦公司可能很快就要购买Level 3公司3.5亿美元的低价债券。我总是喜欢对巴菲特的投资决策进行反向思考。我对这个消息很感兴趣，想探究为什么巴菲特这次要投资于宽带通讯这种不稳定、变化快的行业，而通常他都是投资于可口可乐和吉列公司这样的稳定企业。况且，他还反复说过自己没有高科技方面的行业知识，所以不会考虑投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于该领域。如果传言是真的，那么为什么沃伦·巴菲特要啃 Level 3 公司债券这块骨头？

我通过调研很快就发现了下面这些情况。

Level 3 公司由彼得·基维特公司在奥马哈建立。1998 年初公司进行了首次公开发售。在 2000 年第一季度纳斯达克股市上涨高峰时，其股价一度攀升至每股 130 美元，市值最高达 460 亿美元左右。到了 2002 年，它的股价比高位时降低了 97%。Level 3 公司投入 100 亿美元在全美、欧洲和亚洲等地建设先进的光缆互联网协议服务，包括跨越大西洋的高速通迅光缆。这些投资依靠贷款和股市支撑。结果，公司欠下了大约 60 亿美元（面值）的债务。同时，公司还拥有 15 亿美元现金和 6.5 亿美元银行借贷。

下面是 Level 3 公司债务情况（截至 2001 年 12 月 31 日），按照优先顺序为（千美元为单位）：

银行贷款	1 125 000
抵押贷款	232 000
担保总额	**1 357 000**
2008 优先票据 9.125%	1 430 000
2008 优先票据 11%	442 000
2008 优先票据 10.05%	583 000
2008 欧元优先票据 10.75%	307 000
2010 优先票据 12.875%	386 000
2010 欧元优先票据 11.25%	93 000
2010 优先票据 11.25%	129 000
优先无担保总额	**3 370 000**
2010 可转换次级票据 6%	728 000
2009 可转换次级票据 6%	612 000
次级无担保总额	**1 340 000**
债务总额	6 067 000

在 2001 年和 2002 年，Level 3 公司 40 多亿美元无担保性债券大都以 18 ~ 50 美分对 1 美元的价格交易，年收益率为 25% ~ 45% 之间。这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

样的收益率对非破产企业来说是不可思议的，而且这些债券都还处于经营状态。出现这种价格说明华尔街几乎百分之百地确信 Level 3 公司将要破产，破产后再收回这些债券就不值钱了。

2001 年以前公司的收入状况为：

1998 年	3.92 亿美元
1999 年	5.15 亿美元
2000 年	12 亿美元
2001 年	15 亿美元

2001 年以前公司的自由现金流量状况（扣除资本支出）为：

1999 年	29 亿美元
2000 年	44 亿美元
2001 年	21 亿美元

2002 年，公司报告当年现金流量可能会在负 10 亿美元以下，2003 年将在负 5 亿美元以下，到 2004 年有望变成正数。公司希望在接下来三年内保守地使用 20 多亿美元的缓冲资金，直到现金流量归正。鉴于互联网泡沫破裂和消极的资本市场，公司对资本开支控制得非常严格。

每次在公司大会上，Level 3 的首席执行官吉姆·克劳都反复强调公司不会发生资金殆尽的情况。他坚持认为公司会维持现金收支平衡，而且未来 80% 的资本支出都会与收入挂钩。Level 3 公司不断表示如果没有收入，就不会随意支出，并且详细地解释了为什么以及如何确保资金不会被消耗殆尽。下面一段节选自 Level 3 公司 2002 年 2 月 25 日的新闻发布会：

“考虑到目前的经营和发生的情况，即使销售状况不会逐渐得到好转，我们也相信 Level 3 公司用于业务发展的缓冲资金仍然足以维持自由现金流量的平衡。”

分析人士预测 Level 3 公司最后会有 5 亿美元左右的资金缺口。他们的预测只是基于收入的减少，却没有考虑到资本支出减少等情况。公司强烈反对这种预测，因为他们已经将所有的资本支出与收入挂钩了，并极大地消减了支出。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我在作分析时，用了大约三小时完整地收听了 Level 3 公司 2001 年年会的网络音频剪辑，包括吉姆·克劳回答提问等许多内容。听完后我非常敬佩克劳。他是巴菲特的超级粉丝，赞同巴菲特的持股观点。Level 3 公司的 5 000 多名员工只持有超越股票期权，它只有在公司股票的表现超过标准指数时才生效。

Level 3 公司创始人和主席是沃特尔·斯科特。斯科特也是伯克希尔哈撒韦公司董事会的成员。巴菲特和斯科特相识近 50 年，斯科特的妻子是巴菲特在高中时的女友，所以两个人有着多年的交往。如果想知道正直的人是什么样子，除了看沃伦·巴菲特外，还可以看沃特尔·斯科特。他从不说谎，所说的话都不容置疑。

2001 年，公司可转换债券价格曾一度降至 18 美分买 1 美元。但如果看看华尔街的预测，即使最悲观的预测也显示，债券利息至少在三年内都能够得到支付。如果拥有利率为 6% 的债券，并且是以 18 美分买 1 美元的价格买进的，那么在 Level 3 公司资金消耗殆尽之前就可以收回所有投入。即使对沃特尔·斯科特一无所知的投资者，也没有理由认为形势会变糟。所以看到债券下滑到那个价格确实不可思议。

帕伯莱基金于 2001 年和 2002 年将其资产的 10% 投入 Level 3 公司的优先债券和可转换债券。我们购买一年后，沃伦·巴菲特对 Level 3 公司投资的消息得到了最后确认（《巴伦周刊》的确切消息）。当时的收益率在 20% ~30% 之间，到期收益率在 30% ~40% 之间。

2003 年第三季度，我完全退出了债券市场，其价格从 54 美分买 1 美元升至 73 美分买 1 美元。而且，帕伯莱基金提取了全部利息，在利息上又获得了超过 20% 的收益率。这样，年回报率平均在 120% 左右。基本上所有的收益都得到了长期资本收益的待遇。很多债券都是在持满 366 天后卖掉的，以确保其长期收益的性质，并获取税收优惠待遇。

对 Level 3 公司的研究花费了一些时间和精力。然而到最后，发现道理非常简单，就是顺势下注的问题。我简单地从四个方面分析了这个投资：

（1）这个投资中，人的秉性是非常重要的因素。我认为沃尔特·斯科特撒谎的可能性不足 1%。吉姆·克劳在新闻发布会或公司年会上的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

讲话，与沃尔特·斯科特的讲话是一样的。我认为吉姆·克劳在公共场合撒谎的可能性也不足1%。华尔街根本不想考虑这个重要的因素。他们觉得整个行业都在萎缩，什么人说什么话都不重要。而这却很重要。

（2）如果吉姆·克劳没有说谎，那么从他的讲话中可以看出他们将竭尽全力摆脱破产的困境。这个公司不会去申请破产，等着所有的挡路石被别人清走。这说明他们会守住那21亿美元的救命稻草，直到公司的现金流量回到正数。21亿美元的资金意味着Level 3公司的债权人至少三年内可以得到利息收入。

（3）良好的管理将给你的投资带来无限升值的可能。沃尔特·斯科特的信誉完好。Level 3公司的情况与20世纪70年代初盖可公司的遭遇非常相似。那时沃伦·巴菲特对盖可公司的注资解决了两个问题：一是，缓解了当时面临的清算危机；二是，清算危机的阴霾消失后，股价上扬，达到了公司内在价值的基本水平。巴菲特先生一旦决定投资盖可公司，他就不会让这笔投资赔钱。如果Level 3公司手中有更多的现金，其债券就会正常运行，吸引更多大客户的能力就会大大提高。有沃伦·巴菲特等好友鼎力相助，以及沃尔特·斯科特的诚意，Level 3公司可以利用很多杠杆资源解决任何资金问题。在接下来的几年里，基于完好的信誉，公司的确利用了一些杠杆资源。

（4）尽管我无法知道运作的细节，但在2003年Level 3公司确实利用了诚意这个杠杆资源。公司进行了一种私人可转换债券的发售，朋友们（如伯克希尔哈撒韦公司、长叶合伙人基金公司、莱格梅森基金公司和价值信托基金公司）为此投入了数亿美元。一旦沃伦·巴菲特、比尔·米勒、斯塔雷·凯茨和梅森·霍金斯通过投资公开支持Level 3公司，那么公司破产的可能性基本等于零。这些投资者的出手相助意味着如果Level 3公司需要更多的资本，就很容易从许多投资者那里获得。发售结束后，债券得到了升值，我也退出了。2006年在写本书时，Level 3公司已经不用申请破产了。相反，公司大部分债券的交易都高于平均水平。困境彻底结束了。

基于以上情况，在2002年以19美分的价格购买利息率为6%的可转换债券，保守估计的结果为：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2009 年债券价格为 1 美元以及 2002～2009 年的利率为 30% 以上的可能性为 50%

以 0.19 美元的价格购买债券的投资收回本金的可能性为 45%

每份债券损失 0.13 美元的可能性为 2%

全部损失的可能性为 3%

我们投入的每 19 美分都有 50% 的可能获得 1.36 美元的回报，有 95% 的可能性可以收回本金。这基本就是“好了，我赚钱；糟了，我赔得不多”的情况。凯利建议我们将全部资产的 92% 都投入这个令人垂涎的投资机会。作为一个新手，我只将我所管理资产的 10% 投入到了 Level 3 公司的可转换债券。

利率为 6%、2009 年到期的可转换债券在 2001 年和 2002 年这段期间内只有几天曾降到 18～19 美分。然而，在那段期间曾有好几个月价格维持在 30 美分之下。当债券停留在那个价位时，我们可以很容易地投入几百万美元购买。在 30 美分的价位时购买债券，保守地估算也会给我们带来下面的结果：

2009 年债券价格为 1 美元以及 2002 年～2009 年的利率为 30% 以上的可能性为 50%

每份债券收回 0.19 美元（损失 0.11 美元）的可能性为 45%

每份债券损失 0.24 美元的可能性为 2%

全部损失的可能性为 3%

这仍然是令人垂涎的机会，凯利建议要将总资产的 86% 投入这个超级有利的赌注中。

前线公司

华尔街不能分清风险性和不确定性的一个最生动表现就是 2002 年第三季度前线公司股票的交易方式和定价。我定期浏览《价值线》每周红利最高的股票排行。通常最多只有几个公司的股票红利能达到 10%～12%。有时高红利意味着股票市值被低估，所以，市盈率很低或连续 52 周排行很低的股票就值得关注了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2001 年，我注意到有两家公司的红利超过了 15%。这两家公司都在油轮运输行业，其中一个是名为 Knightsbridge 的巨型油轮公司。我对油轮运输业一无所知，但很好奇地想更了解这个行业，想知道为什么这个行业会产生这么高的红利。我用了几天时间研究 Knightsbridge 公司和油轮运输业。

几年前 Knightsbridge 公司组建时，从一家韩国造船企业订购了几艘油轮。购买巨型油轮或苏伊士型油轮要花费 6 000 ~ 8 000 亿美元，通常订购后还需要两至三年才能收到新船。收到这几个油轮后，Knightsbridge 公司将其长期租给壳牌石油公司使用，条件是壳牌公司无论使用与否都要支付给 Knightsbridge 公司一个租金基价（比如每艘油轮每天 1 万美元）。在此基础上，壳牌公司再支付大型油轮租金的现货市场价与基价之间价格差的一个百分数。

例如，如果当时巨型油轮租金的现货市场价为每天 3 万美元，Knightbridge 公司可能每天收取 2 万美元；如果市场价为每天 5 万美元，可能每天收取 3.5 万美元等。即使只收取基础租金，Knightsbridge 公司也足以偿还购买油轮贷款的本金和利息。如果租金高于 1 万美元，就能给公司带来正值的现金流量，公司将所有的剩余现金都分发给股东们，真是太棒了，我希望所有的上市公司都这么做。

因为这种特殊的经营结构和合同安排，当油轮的租价猛然飙升时，公司的红利也跟着高过屋顶。这种情况在 2001 年发生过，当时油轮租价由正常时的每天 2 ~ 3 万美元涨到每天 8 万美元。Knightsbridge 公司当时的利润额是个天文数字，分发的红利高过屋顶。但是，这种情况很显然不会持续很久。

所以，公司的股票价格并没有上涨很多。油轮租价变化非常剧烈。当时我曾研究过 Knightsbridge 公司，也关注过其他几个公开上市的油轮运输企业。既然红利有可能为零，Knightsbridge 公司就被我轻易地否决掉了。

在投资领域，所有的知识都是积累起来的。我没有投资于 Knightsbridge 公司，但对油轮运输业却开始有所了解了。2001 年，我们对一个名为前线的油轮运输公司产生了兴趣。前线公司的经营模式与 Knights-

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

bridge 公司完全相反。前线公司拥有世界上所有上市公司中规模最大的油轮船队。整个船队都在现货市场中运作，很少做长期租赁业务。

因为公司是在现货市场中经营油轮，就不存在盈利预测或走向。公司的首席执行官自己都不知道季度收入是多少。这是个好事，因为一旦华尔街被搞糊涂了，就意味着我们可以赚一些钱了。这个公司盈利的回旋余地太大了。

油轮的历史租价从每天 6 千美元到 10 万美元不等。公司每天大约需要 1.8 万美元才能保证收支平衡。一旦租价降到每天 1.8 万美元以下，就会出现财务赤字。而租价升到每天 3 ~ 3.5 万美元以上，就会赚取大笔利润。在 2002 年第三季度，油轮租价剧烈下滑。美国的经济衰退和其他一些因素导致了油轮运输量大幅下降。油轮租金跌至每天 6 千美元。这个价格给前线公司的财务造成巨额赤字。大约三个月后，公司股价从每股 11 美元降至 3 美元左右。

前线公司当时拥有大约 70 艘巨型油轮。因为日租价格下滑，而油轮本身的价格却变化不大，大体只降了 10% 或 15%，所以油轮买卖的市场还是比较活跃的。前线公司股票的有形账面价值为每股 16.5 美元上下。即使考虑到轮船市场的低迷因素，清算价值还是可以达到每股 11 美元。但公司股价短期内从 15 美元突降至了 3 美元（见图 13-2）。前线公司的股价还不到其清算价值的三分之一。

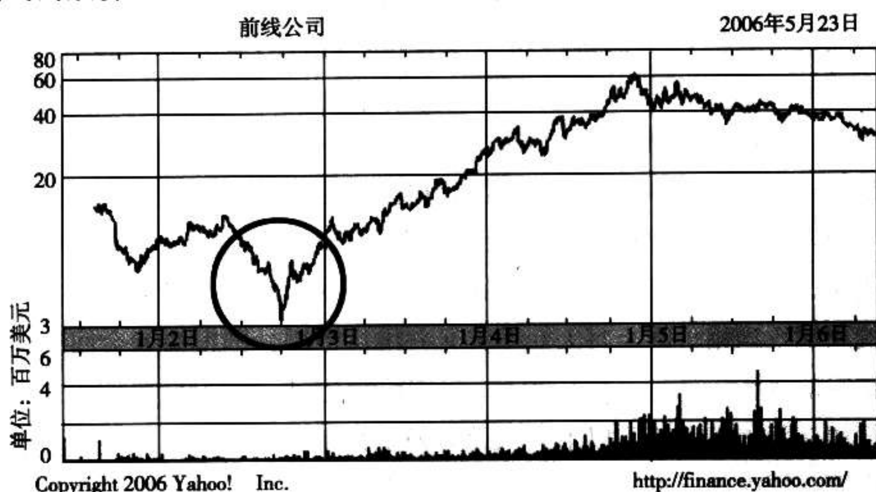


图 13-2 前线公司 2002 年第三季度高不确定性的股价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但是怎么会有如此惨重的损失？难道是清算价值下滑了？前线公司有很多资金，可流动性也很大，可以应付租价连续数月维持每天 6 000 美元的情况，而不会发生清算危机。另外，如果公司每卖掉一艘油轮，就会进帐 6 千万美元，而年利息支付总额为 1.5 亿美元。这样，只要每年卖掉两三艘油轮，就可以在租价为每天 6 千美元的情况下维持数年。

我对 Knightsbridge 公司的研究表明，油轮市场上存在着反馈周期。现在有单壳的和双壳的两种油轮。由于埃克森公司瓦尔迪兹号油轮泄露事件，各种海事规定都要求自 2006 年所有新建造的油轮都必须是不易发生泄漏的双壳型。所以前线公司的整个船队都是双壳油轮。

但是，20 世纪 70 年代遗留下来的大量老式单壳油轮还在继续被用来运输原油。如果双壳油轮的现货市场租价为每天 3 万美元，单壳油轮则通常为每天 2 万美元。用单壳油轮从中东向中国或印度运输石油或许可以，但壳牌或埃克森公司还是会避免租赁单壳油轮，因为如果发生泄漏，就会被追究重大责任。第三世界国家对于使用单壳油轮进口石油并不在意，因此所有的双壳油轮都用在欧美航线上。但如果租价为每天 6 千美元，单壳和双壳油轮之间的价差就消失了。

没有人会租用单壳油轮，因为日租价格上没有明显的差别。这时，大家都转向了双壳油轮。在日租价格为 6 千美元时，单壳油轮不会带来任何收入，拥有单壳油轮的公司就会岌岌可危。它们可以将这些油轮卖给拆船工厂，然后很快获得几百万美元。它们也知道在 2006 年之前，这些油轮被租用的可能性也会大幅减少。而且，如果等到 2006 年再去报废，废品回收价格会被压得很低，因为那时就会有大量的油轮同时等待报废。因此，一旦油轮租价下降，单壳油轮的报废率就会明显上升。

通常一艘新油轮交货需要两至三年。当需求再次回升，库存就会非常紧张，因为生产能力已饱和了并且不能很快提高。这里存在着一个明显的周期。当租价降至每天 6 千美元并维持数周，则很快就会回升到天文数字的水平，如每天 6 万美元。对于前线公司，在 2002 第四季度，租价停留在每天 1 万美元以下七八周后便迅速窜升至每天 8 万美元。2002 年世界范围内的巨型油轮共有 400 艘左右。在过去几十年里，世界石油消费额年均增长 2% ~4%。这 2% ~4% 基本与 GDP 的增长相关联。通

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

常每年会新增10～12艘油轮消化这些需求增长。当报废船只数量的增长超过正常范围，新增油轮就不止以2%～4%的速度增长了。当石油需求量上升时，却没有足够的油轮来运输，唯一可以调节的手段就是飙升的价格。

如果租价在高位停留足够长的时间，新船订单就会增加，但这种增长会受到造船厂生产能力的制约。船主在租价不确定的情况下，对拿出7千万美元购买一艘三年后才可能交货的油轮还是心存戒备的。但在租价较高时，订单就会增加。另外，租价下降旧船报废也会加速。

尽管前线公司的股价不断下跌，但其主席却在市场上大量收购它的股票，这通常是一个很明显的信号。在2002年秋，我以每股平均5.9美元的价格大量买进前线公司的股票，只相当于清算价格每股11～12美元的一半左右。当股价涨过9美元、逼近10美元时，我开始抛售股份。一切都在很短的时间内进行，却带来了非常高的年回报率。帕伯莱基金对前线公司的投资获得了55%的回报，年回报率在273%。只是通过阅读几篇文章了解到油轮运输业的基本知识，然后就开始一个几乎毫无风险的投资，听起来很不错吧。这比典型的“低风险高收益”投资模式还棒。实际就是在盘算：“好了，我赚得可观；糟了，我赚得一般！”

斯图尔特公司、Level 3公司和前线公司属于截然不同的行业，可以说毫无共同点。但市场的魔力为三个公司创造了一个共同之处。几个月以来，市场给我们带来了同一种超级低风险、超级高回报的机会，让我们投资于这三个公司。这种投资机会几乎都没有任何失败的危险，却有巨大的成功可能。这是一种典型的“好了，我赚钱；糟了，我赔得不多”的投资模式。只要成功的机会超过50%，即使形势变糟，结果也不过是回本或少赚点儿钱。

恐惧和贪婪是人类最基本的心理活动。只要人类依靠自我控制在风险市场上进行买卖的决定，股价就会受到恐惧和贪婪心理的影响。当极端恐惧占据了主导，就会出现非理性的行为。那时，股市就如同一个坐满观众的剧院。一些人看到一丝烟雾就大叫“着火了！着火了！”然后他们疯狂地冲向出口。在股市这个剧院里，只有当别人买了你的座位你才能离开，也就是说每一份股票都要被一个人持有。如果大家都争先恐

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后地离开那个着火的剧院，想想里面座位的票价会是多少？所以最好选择那些有大量观众涌出但你却知道实际没有着火的剧院，或者是那些大火正在被扑灭的剧院，购买那里的票。如饥似渴地阅读、安静耐心地等待，这样神奇的投资机会就会不时地呈现出来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十四章

低风险高收益投资方法 403：投资于模仿企业，不要投资于创新企业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最早在美国找到汽车旅馆经营之道的帕特尔人是开拓者。后来成千的帕特尔人只是模仿已有的模式，并没有进行创新。他们只是照搬了一个被证明有效的模式并将其发扬光大。

南加州最富有的南亚人是 B. U. 帕特尔先生，一个安静内敛的人。他的生意开始于 1976 年在加州的阿纳海姆买下的一个非常普通的、拥有 20 间客房的沙丘汽车旅馆，就在迪士尼公园外面。现在他已经拥有 15 个大饭店了（包括拥有 1 033 间客房的阿纳海姆万豪酒店和位于洛杉矶的希尔顿 Checkers 酒店），另外还有 9 个正在建设中。

30 年前，B. U. 帕特尔先生在南加州经营的汽车旅馆开始取得成功的时候，很多帕特尔人同他一样也进入了这种相对简单但非常的有效的经营模式。他们可以比较容易地将这种经营应用在美国其他的 49 个州。他们甚至可以将这种经营应用在距 B. U. 旅馆五英里外的地方，而且不会与 B. U. 产生正面竞争。

不要误解，实际上这些模仿经营的帕特尔人工作都非常努力，只不过是在从事一种被证明有效的、基本无风险的经营。这种经营模式的力量体现在数据上。从当难民且一穷二白开始，帕特尔人现在拥有全美五分之一的汽车旅馆。这个数字不包括像马尼拉尔·沙乌达里这样的人，他不是帕特尔人，但来自印度的古吉拉特。他也认真研究了这种经营模式，并将其提升和发展。创新是有风险的事业，而投资于易于巧妙模仿、吸取别人创新经验的行业才能在这个世界上大行其道。

案例分析：麦当劳公司

大多数企业家都是从其他现有的企业或他们以前的雇主那里学习并发展了自己的商业思路。雷·科洛克欣赏麦当劳兄弟在加州圣伯纳迪诺的汉堡快餐店的经营模式。1954 年，他买下了汉堡的品名使用权和制作方法，然后不断扩大经营，却基本不做什么改变。后来的一些改变或创新都不是来自公司内部的、也没有耗费自己的资源——而是来自街头的连锁店和竞争者。公司非常聪明地加以采纳，就像在开始时采纳整个经营套路一样。一些吸纳创新的例子有：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

麦当劳的创立灵感来自华盛顿特区的一家连锁店（1963）。

Filet-o-Fish 由辛辛那提的一家连锁店发展而成（1963）。

Big-Mac 由匹兹堡的一家连锁店发展而成（1968）。

Egg McMuffin 由圣塔芭芭拉的一家连锁店发展而成（1973）。

drive-thru 由亚利桑那州的一家连锁店首创（1975）。

Mighty Kids Meal 由汉堡王发展而成（2001）。

许多像发明汉堡这样的创新对公司的成功是非常重要的，但很多源自公司总部的创新，尽管具有资源优势，最后却失败了。曾经发生过的著名失败案例有：

Hulaburger：由雷科洛克公司发明，汉堡馅由菠萝条代替肉。最初是针对罗马天主教徒星期五不吃肉的特点而制，最终失败（1963）。

McLean Deluxe：这种卡路里含量较低的大块馅料不受欢迎，后来从菜单上消失（1991）。

Arch Deluxe：意在生产豪华汉堡，并通过巨额广告进行了宣传。销量不佳退出菜单（1996）。

案例分析：微软公司

微软公司的创始人比尔·盖茨和保罗·艾伦都是天资聪颖和刻苦努力的人。微软公司从 20 世纪 70 年代中期起步，为当时刚诞生的早期微型电脑开发 BASIC 语言。1980 年公司成立之初最重要的一笔订单就是为 IBM 公司即将推出的个人电脑提供 MS-DOS 系统。当时微软公司还没有一个适用于个人电脑的操作系统卖给 IBM 公司，但这丝毫没有难住微软。

他们对 IMB 公司说微软公司的操作系统正在开发，并保证会在 IBM 公司要求的期限内交货。那是个谎言。实际上，微软公司那时正在试图以 5 万美元的价格从一个名为西雅图电脑的小公司那里收购 QDOS 操作系统的全部版权。QDOS 系统通过微软的改装变成了 MS-DOS 和 IBM-DOS 系统。这个让微软公司迅速发家的旗舰产品并不是自主研发的，而是从西雅图电脑公司那里照搬过来的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

还不止如此。1981 年，盖茨参观了苹果公司，看到了苹果机的最初模型以及苹果公司的两个技术突破——图形用户界面和鼠标。盖茨确信这两个工具会成为未来个人电脑的组成部分。1983 年，微软的工程师研发出了如何通过端口运用鼠标。可见，微软的另外一个基础性创新也是从竞争者那里照搬而来的，然后急剧发展完善。

微软现在已具有在语言编译器（如 BASIC）和操作系统方面的研发能力，却没有应用系统的研发能力。它注意到 VisiCalc（最早的电子制表）的应用在迅速增长，于是开发了 Excel 软件，其所有功能基本上都是照搬 Lotus 1-2-3 和 VisiCalc。Word 软件的大部分功能都是照搬普遍应用的 Word Perfect 软件。Powerpoint 软件是由旧金山的一家小软件公司开发的，后来微软将其收购了。

微软没有网络系统的研发能力。网络在 20 世纪 80 年代后期和 20 世纪 90 年代初期蓬勃发展，Novell Netware 系统逐渐成为普遍认可的标准。微软仿照 Netware 和 Unix 的大部分功能，集合成 Windows NT，并最后将整个市场从 Novell 那里抢来。

微软 Money 软件的研发灵感来自 Intuit 的 Quicken 软件。这个软件是微软公司为数不多的失败案例之一。微软一直不能将 Money 软件做得像 Quicken 一样好。最后，他不得不放弃，转而试图去收购 Intuit。收购协议一直无法达成，微软的 Money 软件也一直比不上 Quicken 软件。微软的掌上个人电脑是从 Palm 电脑公司那里照搬而来的，Windows Mobile 软件事实上也是 Palm 操作系统的克隆物。

Netscape 浏览器的出现让微软措手不及。他们从 Spyglass 那里搞到其浏览器的使用权，并最终开发出了 Microsoft Explorer。为了打压 Netscape，微软将 Explorer 与 Windows 捆绑在一起，相当于免费赠送。许多国家的政府也纷纷采取各种反垄断的法律行动，反对微软的这种做法。

例子不胜枚举。Xbox 软件源于 Nintendo 和 PlayStation。SQL 服务器最初来自 Sybase。Media Player 与 Real Player 极其相似。现在，微软又在觊觎谷歌。MSN 研发团队设在 Bay Area，就在谷歌公司的后院。微软一直在不遗余力地试图从谷歌公司挖走人才。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

微软不断对外界的创新采取应对措施，并迅速有力地消除威胁。他们在投入自主创新之前，会先摸清别人的创新成果被客户接受的程度。这是非常有效的策略。微软一位前任高管曾告诉我，微软一旦有了明确的目标，就会做得相当出色。公司仿制 Netware 或 Lotus 1-2-3 时，对产品的外观和收入的目标都毫不含糊。

而每次微软试图领跑或创新时，情况就相形见绌了。微软的 . Net 计划一直不明朗，多年来没有取得什么进展。Windows Vista 操作系统似乎是革命性的，但我怀疑其能否赶上苹果现在的系统。

微软在照搬和发展方面很出色，在跟踪消灭“敌方物资”上的成功率达 90% 以上。谷歌与微软的战斗最后结果如何还不确定。拥有 6 万多员工的微软公司现在也不幸落入了其一贯摒弃的官僚机制中。如果现在我只有两个投资选择，即以目前的价格投资谷歌或微软，那么我不用多想就会作出决定。我当然会选择微软。这是一场创新者和模仿者之间的战斗。优秀的模仿者成就事业。创新充满未知数，而模仿则有把握。

案例分析：帕伯莱投资基金

我承认帕伯莱基金也是一个不折不扣的模仿者，秉承着比尔 · 盖茨开创事业的传统做法。我从来没有在金融服务领域工作的经历，但在 1999 年帕伯莱基金成立之前，我还是花时间研究了 20 世纪 50 年代的巴菲特合伙基金，将其与大多数共同基金和对冲基金的操作模式进行了比较。我发现了一些有益的经验。

首先，巴菲特合伙基金具有很不寻常的收费制度。它不向合伙人收取管理费，只收取绩效费。投资者只有在得到巴菲特支付的每年至少 6% 的收益后才缴纳绩效费。对超出部分，巴菲特留取 25%，其余的归投资者。如果基金当年增长 10%，那么巴菲特先生得到 1% 的回报；如果增长 30%，他会得到总量的 6%。我注意到，巴菲特的这种收费制度相比行业其他公司的制度要更公平。基本上所有免手续费的共同基金每年都要收取投资额的 1% ~2% 作为费用，无论它们是否赚钱。大多数对冲基金收取 1% ~2% 的管理费和利润的 20%。这样，如果基金费前增

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长了10%，那么投资者支付费用后就只能得到6.4%。

共同基金作为一个集体，它的规模很大，总量相当于一个大市场。因此，如果没有交易成本和费用，共同基金整体创造的回报可以达到一般股市指数的水平。如果这样，应该看到50%的基金低于指数，50%高于指数。但事情并不是如此的简单。投资于主动管理型共同基金会有非常具体的摩擦成本。如果加上每年1%～2%的费用（以及交易费），那么长期来看一定会有80%～90%的共同基金落后于指数。考虑到这些因素，投资者宁愿投资于指数基金，而不选择其他任何主动管理型共同基金。

巴菲特先生的收费制度以公平性取胜。如果股票一年平均收益率为10%，那么投资于一般的共同基金只能收获大约8.5%的回报，投资于一般的对冲基金收获大约为6.8%（以1.5%费率和20%利润留存率计算），投资于指数基金收获大约为9.7%。而巴菲特合伙基金却能收获9%，几乎比所有主动管理型基金都高。

如果市场一年的增长率为5%，那么投资于共同基金一般可以收获大约3.5%的回报，投资于对冲基金一般可以收获大约2.8%，投资于指数基金收获大约4.7%，而巴菲特合伙基金可以收获5%，比所有基金都高。

如果年回报率低于10%，巴菲特合伙基金的投资者可以支付低于平均值的费用。如果年回报率高于12%，费用则高于平均值（共同基金）。即使年回报率高于50%，他收取的费用也只是比费率为1%、利润留存率为20%的对冲基金高。

我认为巴菲特先生的收费制度可以保持长远的竞争优势。富达投资集团无法做到年回报率在6%以下不收取任何费用，否则公司运作就会出现危机，毕竟它在办公设施和员工工资上的支出太大。我感觉可以模仿巴菲特先生的收费制度成立基金，这将具有两方面优势：一是，非常划算，所以会吸引很多共同基金和对冲基金的投资者；二是，这种收费制度并非能为所有共同基金和对冲基金采纳，即使大家都知道这样收费具有竞争优势。能够拥有一种让竞争对手可望而不可及的优势太不可思议了，也很少见。所以，我义无反顾地模仿了巴菲特先生的收费制度。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

帕伯莱基金已经成立七年多了，这个优势还在继续保持着。资金管理行业还没有向纯粹的绩效报酬制度发展的趋势。我还发现巴菲特合伙基金具有下列特点：

（1）巴菲特先生几乎将全部收费所得重新投入合伙基金。最后，他很快成为了合伙基金中最大的投资方。大多数共同基金和对冲基金都不这样操作。大多数基金经理每年都会将他们的收费所得拿走，支付各种个人消费，如住房、船艇、汽车和飞机等。而且，对广大投资者来说，经理向自己管理的基金投入多少个人资产是非常重要的。这也构成了另外一种持久的竞争优势。对我来说，巴菲特的做法非常容易模仿。试想，如果我觉得让别人替我投资会更赚钱，我自己就不要去管理任何基金了，而且还要让我所有的投资者也都投到那里。因此，这个竞争优势还要继续保持着。罕有共同基金或对冲基金具有巴菲特先生或长叶合伙人基金这样的思路，那就是不鼓励或者不允许基金经理投资其他基金或普通股票。

（2）大部分共同基金和对冲基金都不停地向投资者通报基金的持股情况。巴菲特先生一般对投资者缄口不提自己的持股情况。直到现在，他也很少提及公共证券投资组合的情况。他认为投资不是一种可供观赏的体育比赛，如果与别人谈论目前或将来的投资状况，就很有可能影响他的独立思考。巴菲特先生对此曾说过：

“尽管我们坦诚相待，但对于证券交易活动，我们只能说出法律规定必须要公布的内容。好的投资策略很少见、又很有价值，容易成为争相窃取的对象，就像好产品或者公司的收购策略一样。”

——沃伦·巴菲特

我也对此加以效仿，事实证明非常成功。独立思考对于投资很重要。不在投资之时探讨投资组合之类的问题可以将外部干扰和精力的分散降至最低程度。下面是我认为值得效仿巴菲特合伙基金的做法：

（1）大部分共同基金和对冲基金公司都有巨额持股。一般的共同基金持股都超过资产的80%。尽管巴菲特先生没听说过凯利公式，但他本能地认为投资组合要集中。我也认同这一点，所以效仿他。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（2）大部分对冲基金都拥有众多的机构投资者。大部分共同基金拥有无数的普通投资者。巴菲特合伙基金的投资者却不是普通大众，而是上百个亲朋好友。巴菲特先生首先吸引了8个投资者，他们都是他亲密的朋友及家人。他为这些投资者赚了钱，他们反过来将更多的资金交给了他，同时还带来了更多的投资者加入。他的投资者充当了免费（并且高效）的销售团队。我也效仿这种做法。帕伯莱基金公司也从8个投资者开始，他们都是我非常亲密的朋友。现在已经有大约400个家庭投资于我旗下的各个基金了。我们3亿多美元的资产全部由世界各地的大约400多个家庭所有，却没有一个机构投资者加入，这样的对冲基金可能是唯一的。

（3）巴菲特先生在没有任何分析师或合伙人的情况下管理基金，所有的投资分析和研究都由他一个人作。这极不寻常，因为几乎所有的共同基金和对冲基金都雇了许多投资经理和分析师。帕伯莱基金也直接效仿了这种做法。

帕伯莱基金的运作依靠的是一个人的投资团队。我不知道还有没有另外一个资产超过3亿美元的共同基金或对冲基金完全由一个人经营。但在1970年前却有这样一个对冲基金，那就是巴菲特合伙基金。其投资团队只有一个人，即沃伦·巴菲特。1970年基金终止，资产超过了1亿美元，相当于2006年的6亿多美元。

从1970年至今，巴菲特先生通过伯克希尔哈撒韦公司管理的资本已经膨胀到了1 000亿美元以上。即使现在，尽管资本规模巨大，伯克希尔哈撒韦公司的投资团队也只有一个人，就是巴菲特先生本人。除了管理超过1 000亿美元资本外，他还担当了这家北美最大的公司的首席执行官，员工人数超过18万。而且，他每周还坚持抽出10～15小时玩桥牌。可见，即使是管理超过1 000亿美元的各种资产也不会将一个人的脑力消耗殆尽。

有人可能会反驳说查理·芒格与巴菲特先生共事，因此应该说团队至少包括两个人。巴菲特先生和芒格先生的确有着非同寻常的关系，但芒格先生居住在洛杉矶，而巴菲特一直居住在奥马哈。两个人每月电话交谈几次，每年见面也不超过三四次。巴菲特先生的确会偶尔就某一具

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

体投资或收购项目向芒格先生咨询，但有两点需要说明：

（1）对于很多投资或收购项目，巴菲特先生并不咨询芒格先生。比如，对于伯克希尔公司收购通用再保险公司这个最大的收购项目，芒格先生甚至直到收购即将完成时才知晓。

（2）有时，如果巴菲特先生向芒格先生咨询，而芒格先生给予否定或怀疑的意见，他也会继续做下去。

这不是一个传统意义上的投资团队。两个人即使没有达成一致，投资还是会继续下去而不受影响。有时，其中一人甚至不去征求另外一人的意见。

如果存在“投资经”这样的东西，那一定要由格雷厄姆、巴菲特和芒格来写。微型投资团队（最好一人）这一条肯定要写入其中。为什么只有一人的投资团队这么重要？

让我们以巴菲特为例，他于1963年将巴菲特合伙基金1 700万美元资产的40%投入美国运通（见第十章“少投注、投大注、非经常性投注”）。正如查理·芒格所说：“逆向思考，要经常逆向思考。”让我们假设一笔投资资金，数额为10亿美元，由10个专业人士管理。每个人都有非常出色的投资成绩，智商超过150。他们的运作原则是，只有10个人达成一致才能作出投资决定。这样，根本无法让智商全都超过150的10个人：①都认为美国运通实力雄厚；②都愿意将40%的资产投入这个极度低迷的行业——即使他们奇迹般地达成一致，决定投资。

最后，即使这个团队同意将5%的资产投入美国运通，如果价格再降30%他们怎么办？这不是一个假设性问题。1973年，巴菲特购买《华盛顿邮报》大量股份时，收购后就发现股价立即减半。最近，伯克希尔公司收购USG后发现其股票价格从18美元跌至不足4美元（相当于下降75%），后来才升至120美元以上。

如果你精简这支10人团队，进行这些投资的可能性就增加了。随着可能性的增加，年回报率也会提高。如果只依靠一个人，他又很专注和出色，那么带来的回报将最高。

价值投资在本质上具有很强的逆向性。最佳投资机会蕴藏在受负面情形严重打击的行业中。即使是市场有效论的权威学者尤金·法玛和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

肯·弗兰西也发现，1963 年～1990 年，具有较低股价与账面价值比的股票比具有较高股价与账面价值比的股票每年要多涨 11% 以上。如果你从 1963 年就一直将 1 万美元投入股价与账面价值比最高的股票（比如像现在谷歌这样的股票），那么到 1990 年会涨到 7.2 万美元。表现不错。但是，如果你当时将这些钱投入比价最低的公司，到 1990 年就是 91.5 万美元。区别还是非常显著的。

在最低位徘徊的企业“满身是毛”。尽管投资于这些企业等于拿到了致富的钥匙，但实际上却很难说服任何一个主动投资的团队投资于这些满身是毛、让人憎恨、惹人厌恶的企业。这也就是为什么乔尔·格林布拉特的神奇选股模式（见《赢得市场指南》一书）似乎在痛斥所有无事可做的主动投资经理。然而，大多数主动投资经理都不愿意购买神奇选股模式推荐的大量股票。这是我效仿的最后一个做法。

巴菲特先生只在每年的 12 月 31 日这天向合伙人报告一次业绩状况。这很不寻常。共同基金通常每天都报告业绩，而对冲基金也要每个月报告。但我认为巴菲特先生以年度为单位发布报告的做法还是很有道理的。实体公司的变革通常需要几个月甚至几年的时间。如果投资于一个企业，每年一次的价值报告提供的数据通常会让人满意。企业家们大都不清楚几年来企业价值到底是多少，他们对此也不敏感。帕伯莱基金也效仿了这种理念。虽然我们也可以每年报告一次业绩状况，但帕伯莱基金每年通常会向美国的投资者发布四次业绩报告。

巴菲特合伙基金的上述七个特征独具匠心。经过研究后我认为，它们共同为巴菲特先生带来了三方面的好处：

（1）它们为巴菲特先生带来了合适的长期投资者，投资者基础是根据规律自动形成的。

（2）它们形成了一个较强的优势，使竞争者无法超越。

（3）它们让专业的资金管理变成了一种轻松快乐的职业。巴菲特先生每天的工作像在跳踢踏舞。

我还没有做到这样。我只是认真分析了巴菲特合伙基金的运作，认为通过模仿和发挥可以取得成功。

雷·科洛克和比尔·盖茨是我们这个时代伟大的商界成功人士，同

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时也是出色的模仿者，仿效别人的好做法。萨姆·沃尔顿一生都在学习（模仿）其他零售商的经营模式。沃尔玛的经营模式大都模仿自卡玛特。你如果认真研究身边的成功企业，就会发现它们很多都是由优秀的管理者通过模仿和发展别人的做法建立起来的。

要在公共证券市场投资，就不要搞创新。要关注那些由模仿和发挥能力强的人经营的企业。这是“低风险高收益”的投资模式。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十五章

阿比曼纽的困境：抛售的艺术

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成为优秀的投资者，我们既要具备精明的购股策略，又要具备精明的抛售策略。本书前 14 章主要针对如何从各个方面确保投入的资金带来最大的回报。然而投入资金只是事情的一半，而且还是比较容易的那部分。我们还需要有效的抛售策略。决定抛售股票比决定购买股票困难得多，因此我们需要良策，也要从阿比曼纽那里得到启示。阿比曼纽是本章的主人公。我想他的历史意义之一就是能够让我们这些当代的资本运营者从他的经历中悟出道理，成为一名更好的投资者。

《摩诃婆罗多》是一部宏伟的史诗巨著，包括十万诗节，大约 2000 年前在印度用梵语写成。虽然《摩诃婆罗多》的主题是关于北印度统治家族两个派系之间的血战，但其中也不乏深邃的哲学思想。家族纷争在一场潘达瓦兄弟与考罗乌斯族之间持续了 18 天的激战中到达高潮。潘达瓦兄弟是正人君子，而考罗乌斯族却不那么坦荡。

故事中提到的译名如下：

阿比曼纽（Abhimanyu）

阿尔褚那（Arjuna）

查克拉乌约（Chakravuh）

考罗乌斯（Kauravas）

摩诃婆罗多（Mahabharata）

潘达瓦兄弟（Pandavas）

苏芭德茹阿（Subhadra）

在战斗的第 13 天，考罗乌斯族将军队集结成难以攻克的查克拉乌约阵式。精心设计的查克拉乌约阵式类似于螺旋状布局（见图 15-1），几乎无法攻入。这个阵式给潘达瓦兄弟的军队造成了巨大的威胁，统帅们对持续的人员伤亡非常担心。

讲述到这里，故事倒叙至 16 年前，奎师那王正在向怀孕的妹妹苏芭德茹阿解释如何攻破查克拉乌约阵式，直到螺旋的中心。如果有人能够攻入查克拉乌约阵式之中，直捣核心，然后再抽身出来，就可以非常有效地摧毁敌人的领导核心，造成群众恐慌、军队

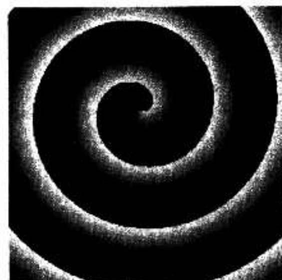


图 15-1 查克拉乌约阵式

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

混乱。说起来容易做起来难，大家都认为这种袭击几乎是不可能成功的。

奎师那向他的妹妹详细描述了查克拉乌约阵式如何被攻入，其核心如何被捣毁的过程。当他正要继续解释如何安全抽身逃离那个螺旋阵式时，发现妹妹疲倦地睡着了。奎师那觉得自己没有了听众，故事讲到半截再也没有继续下去。但实际上，当时有个耐心的听众在场，那是还未出生的阿比曼纽，他在母亲的肚子里认真领会了那些描述。

阿比曼纽的父亲阿尔褚那是世界上最棒的射手。踏着父亲的足迹，阿比曼纽早在16岁的时候就已成长为一名战无不胜的勇士了。他看到自己的军队正在蒙受巨大的人员伤亡，便主动申请攻打查克拉乌约阵式，即使他还没想到自己攻到核心后如何抽身出来。迫于形势的压力，潘达瓦兄弟的统帅不得不同意让他去冒险，并部署军队紧随其后护卫。

阿比曼纽牢记奎师那王所描述的攻略，成功进入了查克拉乌约阵式，并迅速向核心挺进，将众多前来拦截的考罗乌斯士兵击垮。然而，考罗乌斯的军队却在他进入阵式后成功封堵了入口，潘达瓦兄弟无法跟随阿比曼纽深入虎穴。在阵式的中心，阿比曼纽同时遭遇了九个最强大的考罗乌斯士兵。他不知道如何抽身脱离阵式，所以陷入其中与九个士兵展开了激战。最后受伤，不幸牺牲。

阿比曼纽在战斗第13天遭遇的困境与风险投资者每天面临的抉择有着非常相似的特点。进入、捣毁、最后脱离查克拉乌约阵式的决策与何时购买、把持和抛售一只股票的决策是异曲同工的。阿比曼纽带给我们的教训是，考虑买进一只股票前要非常清楚地盘算好将来如何抛售。

买进还是不买，这是个问题

本书的大量篇幅都关注于各种购买股票的技巧。下面七个问题虽不能涵盖所有，但却是投资者进入股市这个查克拉乌约阵式之前必须要考虑清楚的：

（1）那个行业是不是我非常了解的——属于我能力范围之内的。

（2）我是否相当确切地了解企业目前的内在价值，以及未来几年可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能会发生的变化。

(3) 企业目前以及未来两三年内的市值是否大大低于其内在价值，甚至低过50%以上。

(4) 我是否愿意将自己资产净值的较大部分投入这个企业。

(5) 企业经营不利的可能性是否降至最低。

(6) 企业是否具有竞争优势。

(7) 企业是否由具有能力和诚信的管理者经营。

只有当这七个问题都得到了肯定的答案，投资者才能考虑买进。如果你遇到自己了解的一个企业的股票市值低于其未来两三年里预计内在价值的一半以上，而企业经营不利的可能性又极小时，就可以买进。否则，就要避免进入这个查克拉乌约阵式，因为将来还会有更好的投资机会。

摧毁螺旋

我很不理解为什么那么多投资者以10美元的价格买进股票后，看到股价跌到8美元就惶恐不安了，马上抛售手中的股票，并重新寻找下一个赚钱的机会。他们就像被引入了查克拉乌约阵式，想马上夺取投资回报这个核心，却连第一关都没闯过就束手就擒了。

举例来说，假设2006年底，一个社区加油站即将转让，开价为50万美元。再假设10年后，这个加油站能够卖到100万美元的价格。自由现金流量，也就是可以在经营过程中提取的资金，在未来几年里每年都能达到10万美元。如果以10%的折现率计算，这个加油站的内在价值是多少?

如表15-1所示，其内在价值为100万美元。加油站给出的价格却只有50万美元，很划算！现在我们知道了其目前的内在价值（100万美元），而且又能以50%的折价收购，简直是太棒了，我们应该做这笔投资。两年过去后，有人出价95万美元收购这个加油站，我们该怎么做?要再计算一下内在价值。假设现金流量保持稳定，内在价值还是100万美元，此外过去两年里我们还得到了20万美元的红利，而出价相当于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

内在价值的95%，绝对是个转让的好时机。最后的计算结果为：

投入资金　　50 万美元
总收入　　115 万美元
年收益率　　超过 50%

表 15-1　加油站的折现现金流分析

年份	自由现金流（$）	未来现金流（10%）的现值（$）
2007	100 000	90 909
2008	100 000	82 645
2009	100 000	75 131
2010	100 000	68 301
2011	100 000	62 092
2012	100 000	56 447
2013	100 000	51 315
2014	100 000	46 650
2015	100 000	42 410
2016	100 000	38 554
2017	售价 1 000 000	385 543
总计		1 000 000

在这笔投资中，尽管以投入的现金计算，加油站仅带来了 10% 的收益率，但以大幅低于内在价值的价格收购，我们能够得到 50% 以上的收益率。

另外，如果运用凯利公式计算这笔加油站的投资，对两至三年投资的保守估计如下：

三年后收益率在两倍以上的可能性为　　80%
三年后收益率为保本以上、两倍以下的可能性为　　15%
三年后无法收回投资本金甚至全赔的可能性为　　5%

我们通常持保守的态度。那么可以将上述估算简化作：

三年后收益率为两倍的可能性为　　80%
三年后保本的可能性为　　15%
三年后全赔的可能性为　　5%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这是一笔非常划算的投资，凯利先生建议我们可以将所有可支配资产的88%以上都投进去。这是容易处理的情况、让我们再看看比较困难的情况。

如果收购加油站后，油价升至每桶150美元，导致现金流量急剧下跌，我们应该怎么办？在这种情况下，加油站每年的自由现金流量就只有2万美元。我们收购大约6个月后，有人出价15万美元要从我们手中收购这个加油站。我们应不应该卖掉它？

企业是一个生动的实体，就像人一样会经历起起落落。我们不能确切地预见到未来。这种情况下，油价由我们购买这个加油站时的每桶50美元升至150美元以上，使营业额和收入都大幅下降。最好静观一段时间让企业适应变化。也许油价会回落，也许消费者会逐渐适应价格上涨，也许政府会给予相应的补贴。攻克查克拉乌约阵式最关键的原则是：你购买的任何股票在两三年内都不要赔钱抛售，除非你能相当确定当前的内在价值小于当前的市场价格。

如果我们将这个原则应用到那个加油站，现在的内在价值可能约20万美元或更高。第一，如果有人出价15万美元收购，肯定不要予以考虑。第二，你不可能非常确信其内在价值是多少。内在价值似乎至少是20万美元，但如果油价回落到原来的水平，内在价值就很容易恢复为100万美元。

我们估计未来的内在价值可能会在20~100万美元之间。现在加油站不能赔钱卖掉的原因有三：

（1）我们将它收购过来还不到两三年。

（2）我们无法很高程度地确定内在价值到底是多少。

（3）目前的出价远低于我们对目前内在价值的保守估计。

依此类推，若要抛售一只持有了两三年的赔钱股票，必须要满足下面两个条件：

（1）我们能够非常有把握地估算出其目前和未来两三年的内在价值。

（2）出价高于估算的目前和未来的内在价值。

人类的大脑经历了百万年的进化，但是还没有进化到足以应对股票

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场的变幻莫测。如果听到狮吼，大脑就会指示我们立即逃跑。我们不去思考，只是逃跑。当股价剧跌，恐慌蔓延的时候就犹如听到了狮子的吼叫。我们的第一反应就是毫无保留地卖掉手中的股票，逃之夭夭。这就是大多数投资者的表现都低于股市指数的主要原因之一。他们热衷于购买一直上涨的股票，迫不及待地卖掉不断下跌的股票。为了克服大脑的一时冲动，我们要运用攻克查克拉乌约阵式的理性原则来指导我们理性地采取行动。

要成为一个成功的投资者，一定要购买市值持续低于实际价值的资产，同时一定要注意尽量降低可预见的永久性损失。沃伦·巴菲特的两条重要原则是：

原则一：不能赔钱。

原则二：不能忘记原则一。

尽管上市企业的市场价格会在几分钟内经历剧烈的变化，但企业自身的变化则通常需要几个月，甚至几年的时间。加油站的现金流量剧烈下降，未来也不明朗。这时我们要耐心等待阴云散去。两三年后，油价是否还是每桶 150 美元甚至更高，消费者的保守态度有所转变还是继续下去，加油站的经营是否会转型到其他产品或服务上，这些情况就会非常清楚了。

如果两年过去了，现金流量还维持在每年 2 万美元，这时出现一个有吸引力的投资选择可以获得收益，那么就可以考虑以 20 万美元或更高的价格卖掉它。如果三年过去了，就什么都不用考虑了。我认为要以一定的价格卖掉它，即使投资损失很大也要卖。市场通常还是有效的，大多数情况下，如果形势明朗了，市值贬值的资产会涨价，股价会维持在其内在的价值水平（或更高）。不确定的阴云通常会在两三年内散去。

两三年这个时间性原则也可以帮助我们在内在价值估计失误的情况下及时退出所持股票。如果我们不退出，总是期盼内在价值的调整，就会陷入无尽的等待中。等待具有非常实际的成本，那无法投资别处的机会成本。因此，留有足够的时间等待一只股票调整其内在价值与无休止无原则的等待之间要有个平衡点。

为什么是两三年？为什么不是两三个月或五六年？我无法有力地证

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

明为什么是两三年，但我们知道几个月通常是不够的。实际经营中的变化确实需要时间。无论首席执行官要进行一些重要职位的招聘或者正在进入或退出某个市场，都需要至少几个月，甚至一年或更长的时间来完成。同样地，那个加油站正在应对一场经营上的危机，我们需要一段时间等待阴云散尽，或者至少消散一些。而用 5 ~ 10 年等待阴云散尽或者看到明显的经营变化，时间未免太长了。等待也有非常实际的成本。

如果我们坚守那个加油站 10 年，最后包括红利收回 100 万美元，然后将全部所得进行再投资，接下来 10 年的年回报率为 12%，那么，20 年后我们的资产约为 310 万美元。如果我们两年后以 70 万美元的价格卖掉加油站，然后将全部所得投入一个年回报率为 12% 的投资 18 年，我们的资产最后将近 540 万美元。实际上，只要我们在两年后以高于 40 万美元的价格卖掉加油站，就会比持有 10 年后以 100 万美元的价格卖掉划算。要补偿那些年产生的毫无复利的损失是很难的。我们需要耐心，但不能无休止地等待。我认为在两三年内一直赔钱的人还是有耐心调整自己的。

我最近读过的有关价值投资最好的书之一是乔尔·格林布拉特写的《赢得市场指南》。我想本书的读者也都读过格林布拉特的这本书。他的神奇选股模式认为，所有的股票都要把持整一年。计算结果表明，无论股价下跌还是上涨，如果你买进了神奇选股模式所列的股票，就一年内都不要卖掉。神奇选股模式提供的股票基本上都是深度价值股。它们大都属于经过了狮吼，股价已经跌落的股票。神奇选股模式的有效之处在于其大部分股票的恐慌都会在一年内停止，且理智地重新回归，最后这些股票年回报率的表现普遍比市场好得多。一年是较好的持股时限，但如果在购股之前就很了解那只股票，我认为持股时间再长一些也完全可以保证收益。神奇选股模式建议如果买进了自己一无所知的股票，就要持股 12 个月。对于自己比较了解的股票，持股时间当然可以再长一些。

如果你相当确信股票的内在价值是多少，也可以在赔钱的情况下持股超过两三年，但要注意投资的时间价值。要补偿连续几年毫无复利的损失是很难的。应用两三年的原则，我们就不会在狮吼时逃跑，也能避免在极度悲观之际进行低迷的抛售。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个有关狮子大吼的典型例子是过去四年我与通用不锈钢和合金制品公司犹如冲浪般的经历。

通用不锈钢和合金制品公司

通用不锈钢和合金制品公司建立于1994年（见图15-2）。从成立之初，公司一直致力于制造特殊钢制品，用于发电、航天和重型机械制造等先进设备。公司的三个生产工厂原来都是落后的企业，后来被公司重金收购下来，总共花费了1 000万美元。接下来几年里，公司又将6 800万美元的资本支出用于改造这三个工厂。

他们收购了位于纽约州敦刻尔克的第三个工厂后，我开始对其产生了兴趣。这三个工厂在收购之时的共同特征是：

（1）具有灵活的劳动协议。

（2）没有福利成本（养老金和医疗等）和环境责任。

（3）收购价格为零或几乎为零。

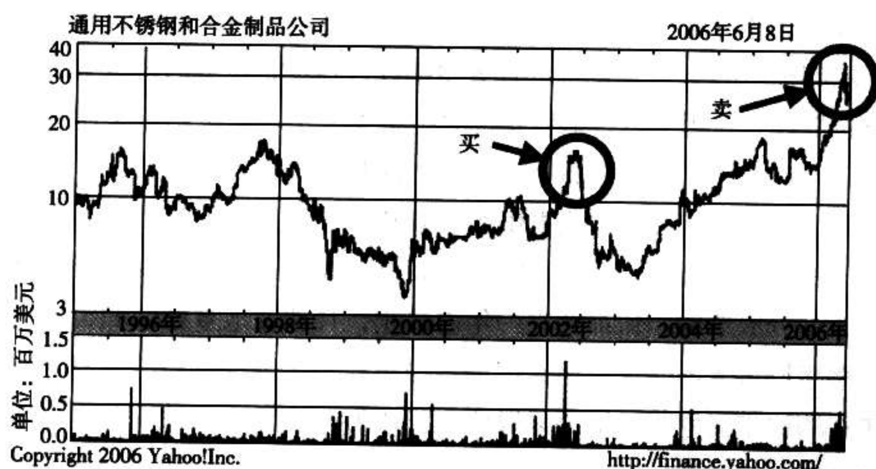


图15-2 通用不锈钢和合金制品公司1995年至2006年股价图

敦刻尔克工厂以400万美元的价格被收购，但其中包括价值为400万美元的库存和额外资产。另外，公司只支付了100万美元现金，其余部分以利率为5%的10年期债券形式支付，这相当于免费获得了那个工

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

厂。在收购敦刻尔克工厂前，公司在2001年每股赢利1.26美元，有形账面价值为每股9.28美元（被严重低估）。通用不锈钢公司首席执行官克拉伦斯·麦克曾是Armco钢铁公司的高管，当时那家公司经营着敦刻尔克工厂，因此他本人非常了解敦刻尔克工厂。该厂曾一度创造了1亿美元的收入，且具有冲击收入1.5亿美元的实力。销售额位于1～1.5亿美元之间，（仅从敦刻尔克工厂）每股可赢利1.5美元，整个公司的股票每股可能会赢利2.5美元。

麦克收购落后钢铁厂的“低成本高收益”方法，以美分换美元的策略让我联想起另外一个成功人士拉克希米·米塔尔。如本书第四章（米塔尔的投资方法）所述，米塔尔通过类似的收购策略成为了世界上最富有的人士之一，也就是以无换有，或者几乎以无换有。麦克和米塔尔祖辈的基因库中一定具有很多相同的特征。麦克的“低成本高收益”策略进一步吸引了我投资通用不锈钢公司。

通过收购敦刻尔克工厂，几年后通用不锈钢公司每股就能赚取的2.75～3.75美元。这样一个企业，即使没有额外资本，价值也会超过每股30美元。如果他们能使敦刻尔克工厂的收入达到1.5亿美元并发展经济规模，每股赢利就很有可能接近4美元，公司的内在价值将会达到每股40～50美元。这个企业在几乎没有任何成本的前提下成功收购了一些非常有价值的资产。他们花钱保守、管理优质。而且，特种钢材不像普通轧钢，它的价格高昂且只有少数几个工厂能够生产。最后，通过收购敦刻尔克工厂，公司具备了将其他两个工厂的产品运来进行深加工的能力，并将成品供应给市场。在收购敦刻尔克工厂之前，公司只能制造大量的半成品。以上都是有利于投资的因素。

不利因素在于公司毕竟还是钢铁企业。它具有周期性，容易受到各种供求问题的影响。而且，敦刻尔克工厂需要一些资本投入使之重新运转起来。年销售额至少要达到2 500～3 000万美元时才能摆脱亏损的局面。公司的盈利在短期内将会下降，之后才会有所上升。

总体来看，我认为这个投资还是非常值得的。帕伯莱基金于2002年4月开始投资通用不锈钢公司的股票。我们最初买进股票的价格在每股14美元至15美元之间，而且我们将所有管理资产的10%用于这个投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资。我怎么能错过这个十拿九稳的投资机会呢？

时间飞快地过了一年。这只股票的市值却仅为每股5美元，比我们购股时的价格跌了60%以上（我的天！）。公司年亏损大约200~300万美元。亏损基本上都是由敦刻尔克工厂造成的。工厂的年销售额只有2 000万美元，还失去了发电和航天领域的市场。公司其他的工厂也无法弥补因销售减少造成的损失。除了敦刻尔克，公司年收入也由一年前的7 000多万美元降到只有4 000万美元。我该怎么办？继续买进、抛售还是把持？很显然，狮子开始大吼了。

此时此刻，我们正深陷查克拉乌约阵式之中，敌人似乎胜算在握、步步相逼，要将我们置于死地。要生存（更不用说要夺取胜利），我们需保持冷静，并遵循捣毁查克拉乌约阵式的原则。

根据原则，拯救之道是不言自明的。整个钢铁行业都毫无生气。这不是通用不锈钢公司一家的问题，而是全行业的萧条。此时内在价值非常不确定，而且无法确定。鉴于这个行业的周期性特征，随着需求反弹，形势好转的可能性还是很大的。我们经历了一个希望落空的重大损失，差不多两年过去了，内在价值还是很难确定。这就犹如在查克拉乌约阵式的中心奋力搏击一样。要想活着出来方法很明显，就是什么也不要做，持股观望。正如我的母亲经常说的，“时间是最好的治疗物！”

时间飞快地又过了一年。至2004年4月，这只股票的市值为每股10~11美元。敦刻尔克工厂的年销售额达到2 700万美元，且开始盈利。公司其他的经营达到6 000万美元——虽然盈利，但还是没有回到2001年的水平。全公司的销售额是8 500万美元，且公司披露敦刻尔克工厂下一季度的销售有望高达2 900万美元。这意味着公司年销售额将接近1.2亿美元。这是一个巨大的改进。公司的信心部分来自订单的增长。现在的问题还是我该怎么做？已经两年过去了，我们仍然陷在其中。内在价值开始变得明朗，公司经营的迅速增长说明我们最初的预期有可能成为现实，只是延迟了很长一段时间。我估计内在价值很有可能超过每股11美元。看来市场现在还不想让公司走向光明的未来，还在持观望态度。

有关通用不锈钢公司的种种疑云开始消散。但是，我们还是处于未

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

实现损失之中。公司的前景很好，我不相信这个投资会遭受永久性损失。巴菲特原则的第一条和第二条无论何时都值得重视。我决定采取观望态度，再等待几个季度，毕竟距离三年的时限还有一年的时间。

2005 年初，通用不锈钢公司的股价超过每股 15 美元。经过近三年的艰苦斗争，我们最终转危为安。现在，我们面临一系列的选择：

（1）抛售股票小赚一笔。

（2）再买进一些。

（3）什么也不做。

2005 年 1 月，公司的年收入达到 1.5 亿美元左右，年纯收入约为 1 005万美元。订单额大约 7 200 万美元，创造了公司的历史新高。所有的工厂都全线运营，并顺利地将价格的增长和附加费的征收转移给了客户。敦刻尔克工厂的年销售额达到了 4 200 万美元，未来几年销售增长两三倍的目标也很容易实现。经过近三年对查克拉乌约阵式攻的激烈坚战，我们最初的投资预期终于得以实现。

2005 年 5 月，公司决定利用 250 万美元的资本支出安装第六个真空弧再热锅炉。我对这种锅炉毫无所知，只是在一次公司会议上从麦克那里了解到，这个锅炉一年能将每股的盈利提高 0.5 美元，而且他能让这个锅炉在一年之内带来利润。任何一个公司投资 250 万美元，第一年就能赚 300 多万美元，不用计算就知道那将对提高企业的内在价值多么有利。

尽管公司会议和新闻都提到了这个好消息，但通用不锈钢公司的股票在 2005 年一直徘徊在每股 10 ~ 17 美元。不用说，在整个 2005 年，每看到股价疲软，帕伯莱基金总是最大限度地增加对通用不锈钢公司的持股数量。到 2005 年底，我们差不多拥有了通用不锈钢公司 10% 的股份。现在不仅可以彻底摆脱这个查克拉乌约阵式，而且还将敌人打得落花流水。

在 2006 年，公司宣布再新增一座真空弧锅炉，并在 2007 年前彻底投入运行。依我看来，如果麦克能够保证所有锅炉全年全天满负荷运行，那么他会能买几个锅炉就买几个。尽管受到周期性的影响，在 2007 年公司的内在价值还是超过了每股 35 美元。帕伯莱基金决定，如果有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

别处可以投资，只要股价超过内在价值的90%（31.5美元）就退出对它的持股。如果股价达到内在价值的100%，不管有没有别处可以投资，我都会抛售。这场战斗已经够久够难了。

2006年4月，那只股票首次升至每股31.5美元，我开始抛售大部分股份。5月，每股价格超过35美元，只要确保控制在日平均交易量的20%～30%之内而且不影响价格变化，我们就尽可能地多抛。美邦公司的交易员为我们出色地完成了股票的抛售。5月中旬，随着全球风险市场的大幅下挫，通用不锈钢公司的股票也从每股36美元降至23美元。当每股跌至31.5美元以下，帕伯莱基金便停止了抛售。我写到这里时，我们已经抛售了手中大约60%的通用不锈钢公司的股票，平均收益率超过100%，剩下的股份将在股价达到内在价值保守值的90%时卖掉。其中，一些股份已经把持了4年左右，年收益率约为19%；一些只把持了一年，年收益率为100%。总之，这个投资虽不能说是完胜，但结果还是很可观的。

我将继续关注这个企业每季度的状况，如果出现重大情况，就适时地对内在价值的评估进行必要的调整。当我写到这一段时是2006年6月19日，通用不锈钢公司的股价为每股25.65美元。市场对钢铁企业一些基本指标的下降抱有疑虑。但通用不锈钢公司不是典型的钢铁企业，尽管也会受到行业重大情况的影响，但基本上还是具有相对独立的优势。其航天和能源领域的客户经营状况都处于历史最好时期，通用不锈钢公司的前景也只能更好。公司的订单量达到了历史最高值，原材料成本在最近几周大幅下降，而且还宣布从2006年7月开始要提高一些产品的价格。两座真空弧锅炉将在2007年1月前全部投入运转，单此一项就能促使每股盈利1美元。总之，公司报告显示未来几个季度的盈利会屡创新高，我完全相信其股价会上涨。当股价超过内在价值的90%，帕伯莱基金就会再次抛售。

2003年当每股价格为5美元时，帕伯莱基金只是计划两三年后收回成本，或者能够在损失较少的情况下退出来。“赔钱持股两三年”这个原则阻止了我们在通用不锈钢公司股票最为惨淡的时候将其抛掉。攻克查克拉乌约阵式的原则帮助我们将这笔时机不好的投资变成了一笔资本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收益不错的投资。

三年后，如果投资还是深陷其中，原因通常是对企业内在价值或对其关键的价值推动因素判断失误，也可能是因为内在价值在那几年里确实下降了。三年过去后就要毫不犹豫地去承担已实现损失。这种损失是你最好的老师，教你如何成为更好的投资者。尽管最好是通过学习别人的教训提高自己，但最深刻的教材还是我们自己在摸爬滚打的过程中总结出来的。随着时间流逝，不断地从失败中吸取教训，你会渐渐发现对查克拉乌约阵式攻克失败的情况越来越少了。

退出查克拉乌约阵式

成功摧毁了查克拉乌约螺旋后抽身出来非常简单。购股三年之内，内在价值和股票价格有可能出现趋同，因而带来丰厚的年回报率。只要两者之间的差距小于10%，就可以抛售和退出。你必须在市场价格超过内在价值时抛售，唯一例外的是考虑到扣税的因素。如果只是出现短期收益，就继续持股直到实现长期收益或者股价超过内在价值的数额足以支付由此产生的额外税金为止。

可以同时进行多少个对查克拉乌约阵式的攻克战?

阿比曼纽在试图摧毁一个查克拉乌约阵式的过程中牺牲。那么我们投资股市可以同时展开几个对查克拉乌约阵式的攻克战？尽管不知道凯利公式，沃伦·巴菲特却经常强调集中持股的好处：

“世界上大量的财富都是通过持有单单一只好股票实现的。如果你了解那只股票，就不需要持有很多其他的股票。”

——沃伦·巴菲特

2003年，他还说过：

“真正的投资良机相当罕见，所以当你发现的时候一定要采取行动，将资产的大部分投入其中。我以前说过你要将投资看作冲床卡，有20

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个小孔。你必须要非常认真地思考每一个小孔。实际上作为投资者，(在一生中)能将20个小孔做得出色就不得了了。”

——沃伦·巴菲特

查理·芒格认为：

“(集中性价值投资)这个观点在学术界毫无影响。投资经理们也不认为采用这种方法可以赚很多钱。他们都认为这是怪异之谈。”

——查理·芒格

实际上，大多数共同基金经理都认为，每天展开几场新战斗、同时展开一百多场查克拉乌约阵式攻克战也没有什么不妥。这就难怪他们中80%以上的表现都一直落后于大盘。正如沃伦·巴菲特所说：

“比利·罗斯曾说过，如果你拥有一百个女友，那你对任何一个都不会非常了解。矛盾在于如果想对自己拥有的东西都非常了解，就不能拥有那么多东西。”

——沃伦·巴菲特

原则依然是“少投注、投大注、非经常性投注”，当机会特别有利于你时，就要投入所有。凯利公式可以准确地帮助计算出应该拥有多少种股票，因此借鉴凯利公式很有好处。如果在你的组合中能拥有5～10种你非常了解的不同价值股，就会赢得市场并攻克一个又一个查克拉乌约阵式。

阿比曼纽处于艰难的困境之中。作为一个英勇的战士，他毫无选择地进入了面前那个险恶的查克拉乌约阵式。他不能算出进入的有利时机，没有任何退出方案，他不幸的生命就此终结。在几十年的投资生涯中，我们可以从超过3万个查克拉乌约阵式中选择一些出来，在敌兵熟睡之时进入这些精心挑选的查克拉乌约阵式，最后成功将其摧毁并大获全胜。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十六章

要不要依照股指投资，这是个问题

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

众多研究结果和数据资料表明依照股指进行投资是一个好策略。主动管理资产具有非常实际而巨大的摩擦成本，所管理的共计数千亿美元的资产本身就相当于一个市场。在所有股票中，一半是总市值低于这个市场的表现，一半则高于，平均状况与股指的数值基本一致。但这没有考虑摩擦成本的因素。如果将摩擦成本计算在内，绝大多数（通常为80%以上）股票投资者的表现都低于标准指数。从长期来看，像标准普尔500和罗素2000这样极具多样性的指数一定会比大多数主动资产管理者表现得好，这是投资规律。只要有摩擦成本的存在，绝大多数主动管理的资产都比不上广泛指数的表现，这是常识。

购买广泛指数股票对大多数投资者都是一个很好的选择，能够确保他们的收益好于其他同等的大多数投资者。但是我们还有可能做得更好，因为：

（1）总有少数投资者和资产管理者的长期表现超过了广泛指数，他们大都属于“低成本高收益”类型的投资者。这些投资者的方法值得学习。如果你想省事，就值得用些精力去发现这些投资者，并跟随他们投资。切入点可以考虑跟随像第三大道、长叶和 Fairholme 这些共同基金进行投资。长期来看，它们都非常有可能超过广泛指数。

（2）从指数的运行方式上可以学到经验。在投资组合中吸取一些指数的特征，就可以获得大大超过广泛指数的结果。

我是大卫·斯文森的追随者，他管理着150亿美元的耶鲁基金。在他管理耶鲁基金的二十年间，它的年回报率达16.1%（标准普尔500指数的回报率为12.3%）。他采用了一种非典型的资产分配方法，二十年前几乎将耶鲁基金全部退出债券市场，主要转入私募基金、风险资本、对冲基金和 Chieftain 这样的集中价值的基金中。

比如，斯文森发现债券基金中投资表现最好和最差的区别不大。但在风险资本和私募基金中，投资表现好坏的差距却十分大。从表现最好的债券基金那里得不到多少回报，而从表现最好的风险投资公司如 Kleiner Perkins 和红杉基金那里可以获得丰厚的红利，比表现较差的风险投资公司高出很多。于是他很早就将耶鲁的品牌延伸到这些最优质的基金中，为耶鲁带来了可观的收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我喜欢阅读斯文森最近的新书《非常规性胜利：一个基本的个人投资策略》。这本书是为个人投资者而写的，但我很惊奇地发现斯文森的论点是坚持依照股指去投资。他认为主动投资可以创造奇迹，但只有极少数优秀的投资管理者才可以做到，对大众投资者则很难。实际上，斯文森的意思是"按我说的做，但不要像我这样做。"我并不完全反对斯文森的观点，但我们可以在他所建议的基础上进行一番改良并表现得更好。

斯文森的新书推出几个月后，另外一本书出现了，即乔尔·格林布拉特的《赢得市场指南》。我非常喜欢这本书，强烈推荐一读。乔尔·格林布拉特是我们这个时代最出色的价值投资者。他 40 多岁，为人低调。在过去 20 年里，他创造了 40% 的年回报率，一个了不起的数字。最初的 10 年，格林布拉特的表现更好，年回报率高达 50%。

无杠杆投资组合十年来一直保持年回报率 50% 是非常不容易的。投入的每一美元十年后都变成了 57.66 美元，相当于增长了 56 倍以上。沃伦·巴菲特在伯克希尔哈撒韦公司的年会上曾说，在进行投资的最初十年（1950 年至 1960 年）里，他也创造了 50% 的年回报率。巴菲特在 1950 年时只管理着几千美元，1960 年时管理着几百万美元。格林布拉特在 20 年前开始投资时管理着几百万美元，10 年后管理着数亿美元。随着管理资产数额的增加，他们两位的年度表现数据都下降了。但是，他们都比市场表现得好。尽管格林布拉特管理的资产超过了 10 亿美元，但他的表现还是能够超过市场。而巴菲特的资产将近 2 000 亿美元，五十多年的年回报率竟达 20% 以上，令人不可思议。

巴菲特不像斯文森那样建议紧跟指数。他认为对于不想劳神去作证券分析的投资者来说，紧跟指数是最好的方法。但是他也说过，聪明的投资者如果专注于少数几个价值组合，表现会超过广泛指数。

格林布拉特在他的《小书》中为个人投资者指出了一系列非常直接的建议。格林布拉特通过写书和建立免费网站 www.magicformulainvesting.com，极大地帮助了个体投资者。那本书的论点是：在一只好股票价格便宜之时买进，就会带来比任何广泛指数都高的回报。

格林布拉特的神奇公式是这样应用的：所有在美国上市的股票根据

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其资本投资回报率的大小按照降序排列。股票总数为3 000只。其中像谷歌等一些股票回报率很小（因此排在前面），而一些国有钢铁企业可能排在后面。然后他根据市盈率再做一个排列，市盈率最低的股票排在第一位，最高的排在第3 000位。最后，他将每只股票的两种排名数字加在一起，结果数值较低的股票就是神奇公式股票。谷歌这样的股票按照资本投资回报率来排列几乎会排到第一位，而按照市盈率排列可能会排到接近3 000位，加在一起的结果差不多是3 001，因此，它不会是神奇公式揭露的股票。

在神奇公式网站，你可以输入两个搜索变量，即股票最低总市值和股票数：25只、50只还是100只。这样，如果你输入总市值最低为100万美元的100只股票，网站立即会列出两个变量相加值最低的100只股票。格林布拉特同时也根据额外资本等因素进行一些调整，所以提供的数据并不是简单的相加。

格林布兰特进而建议投资者的投资组合中要包括大约25～30只神奇公式股票。他建议每两三个月就买进5～7只这样的股票。每只股票把持一年后就要抛售出去，再从最新的神奇公式股票序列中选择另外一只来取代。格林布拉特发现这些神奇公式股票可以带来高达20%～30%的年回报率，高于标准普尔500指数，而且用不着思考和分析。

如果我们退一步想，神奇公式实际上也是一个指数。但它是指数之母，集指数之大成。我认为它是一种“低成本高收益”类型的指数。它的更新比其他指数更加频繁，投资者因而受益。对买进25只神奇公式股票后持股一年的要求，使这个指数具有了定期定额的性质。由于买卖这种股票的决定很固定和机械，不容许有机会让我们适应力差且受恐惧和贪婪支配的大脑影响我们赚取风险投资的高回报。

格林布拉特管理自己的投资组合时也利用神奇公式作为证券分析的切入点。他在高坦公司管理了一个十分集中的组合，通常是将80%以上的资产投资于5只股票。格林布拉特不盲从于神奇公式对持股一年的要求。他先利用神奇公式进行筛选，然后经过分析后决定购买哪只股票。在购股前他会花费很多时间研究。

格林布拉特和斯文森都认为主动资金管理存在着弊端，因此都认为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

紧跟指数不失为一种选择。格林布拉特方法的优势在于投资者可以从他的资料库中选股购进。

总之，我们购买标准普尔500指数或罗素2000指数的股票都会比大多数主动资金管理者赚得多。而更好的方法是定期定额地购买这些指数股票。比这更好的方法是像格林布拉特那样紧跟神奇公式，不做任何调整和改变。最好是只关注最低总市值为100万美元的股票。总市值较低的股票在华尔街少有追随者，它们的股价更有可能严重偏离其内在价值。同时也值得关注盈利最高（市盈率最低）的股票，其中总市值低而盈利高的股票要比随意选择的股票表现得好。

神奇公式中通常会有大约250只总市值不同的股票，包括了所有又好又便宜的股票。相对于罗素2000指数或标准普尔500指数，从这个列表中选择出一些股票如同瓮中捉鳖。格林布拉特自己的投资方法就是让水流净后捉出5个困在瓮中的鳖，所以很难捉不着。

五十美分换一美元，你可以做到！

利用神奇公式，可以寻找到五十美分换一美元的机会。我们可以化繁为简，只要日复一日地分析神奇公式，时间长了就可以变得非常富有。我强烈建议采用这种方法。它很简单，就像瓮中捉鳖一样，结果会比各种指数都好。但是，还可以通过其它九种方法找到五十美分换一美元的机会。

（1）价值投资者俱乐部（VIC）的网站是公开的，里面有许多五十美分换一美元的秘诀。在 www. valueinvestorsclub. com 上，任何人都可以看到关于具体股票的评论。网站由乔尔·格林布拉特创办，每年大约有250位优秀的价值投资者将自己2~4个最好的观点贴在上面。格林布拉特每周奖励5 000美元给提供最好的观点的人。网站的运营耗资26万美元（另外还有维修费用），基本没有收入。格林布拉特将网站形容为“对冲基金管理者的美国偶像”。他利用网站寻找具有潜质的资金管理者，为他们提供资金，让他们管理。仅此一项每年就为他带来了几百万美元的收入，网站的成本已经收回很多倍了。另外，他还利用网站上的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

观点补充自己。许多神奇公式股票都在价值投资者俱乐部网站上有所评论，能够有助于研究。如果投资者注意分析那些既属于神奇公式股票，又在价值投资者俱乐部网站上有所评论的股票，他们就有可能表现出色。

（2）订阅《价值线》杂志（或在图书馆借阅）。研究它们公布的每周"最差排名"。它们列出了过去13周贬值最多的股票、账面价值折损最多的股票、市盈率最低的股票以及股息收益率最高的股票等。堪称一笔宝贵的财富，值得探究。

（3）每天查看纽约股票交易市场上52周最低的股票。这在许多报刊上都有登载，包括《华尔街日报》，在互联网上也可以看到。《巴伦周刊》每周公布本周内创下52周新低的股票。大多数股票都没有听说过。不要管它。专注于自己熟悉的股票，然后就感兴趣的方面进行深入研究。

（4）订阅《杰出投资者文摘》（www. oid. com）和《价值投资者观察》（www. valueinvestorinsight. com）。这两部期刊都登载着对全美一些顶级价值投资经理的访谈和评论，会对你有所启发。

（5）订阅《投资通讯》。这部期刊是由《杰出投资者文摘》的原班人马出版，列出了北美一些最优秀的投资经理最近的购股情况。或者，你可以在纳斯达克的网站上获取这些信息。比如我知道东南资产管理基金（长叶合伙人基金）持有枫信金融公司的股票（FFH），登陆纳斯达克网站，输入FFH后点击"信息报价"，就会出现FFH的对话窗。点击"持有/会员"，再点击"东南资产管理基金"，你就会看到他们持股的情况。

（6）另外一个可以代替《投资通讯》的免费网站是权威视角（www. gurufocus. com）。这个网站追踪北美顶级价值投资者的股票买卖情况，也是一个藏宝之地。

（7）《价值投资观察》的姊妹刊《超级投资者观察》也追踪当代超级投资者的13-F Filings，也值得订阅。

（8）订阅主要的经济类报刊，至少要订阅《财富》、《福布斯》、《华尔街日报》、《巴伦周刊》和《商业周刊》。这些报刊的每一页内容都蕴含着大量的研究成果和智慧。内容深入浅出，物超所值。从这些报

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

刊中，你读到的有关各类公司、人物和行业的内容越多，就越能做出更好的证券分析。长期下来，好处多多。而短期内带来的好处在于了解到的一些信息有时会帮助你做出投资决定。比如我对 Level 3 债券的兴趣就来源于《巴伦周刊》的一篇文章。

（9）参加每年两次的价值投资大会（www. valueinvestingcongress. com）。它们分别在纽约和好莱坞举行，值得花钱去参加。你不仅将学会如何更好地投资，而且会得到划算的投资机会。

如果投资者管理着 5～10 只股票的组合，持股 1～3 年，那么每过几个月他就需要吸收一两个新的投资观点。神奇公式、价值投资俱乐部、价值线《杰出投资者文摘》、《价值投资者观察》、《投资通讯》、《超级投资者观察》、权威视角网站以及各种经济类报刊都会给你带来以五十美分换来一美元的投资机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量积交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十七章

阿尔诸那的目标：勇士带来的投资经验

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

阿尔诸那是《摩诃婆罗多》这部史诗中的主人公之一。在本书第十五章曾说过，他是阿比曼纽的父亲。他是一个出色的勇士，世界上最棒的神箭手。阿尔诸那和其他小王子们一起被送到一位深居林中的博学大师那里接受教育和培养。他们少小离家，归来时已长成了全面发展的优秀统帅。大师通常是把深邃的哲人、博学的学者和无敌的勇士三者兼于一体的。而阿尔诸那的大师是大师中的大师，即传说中的朵那查尔亚。

朵那查尔亚是个战无不胜的勇士，他训练王子们的射箭技能。有一天他决定先测试一下他们的箭术。他在一根长杆顶端放上一条彩色的木制鱼，然后将杆子插在一汪浅水中间。他要求学生盯着鱼在水中的倒影，射向杆子顶端那条鱼的一只眼睛。

第一个学生起身摆好了姿势。朵那查尔亚问他看到了什么。学生回答说看到了地面、水、杆子和鱼。朵那查尔亚对他说他还没有准备好，让他坐下。接着他让下一个学生走上前来。那个学生摆好了姿势。朵那查尔亚问他看到了什么。学生回答说看到了水、杆子和鱼的倒影。朵那查尔亚对他说他还没有准备好，让他坐下。就这样他一个接着一个地问其余的学生看到了什么，然后一个接着一个地让他们坐下。最后，他叫阿尔诸那走上前来，摆好了姿势。朵那查尔亚问他看到了什么。阿尔诸那回答他只看到了鱼眼的中心。朵那查尔亚让他发箭。阿尔诸那按指示将箭射出，正中鱼眼中心。

朵那查尔亚祝贺阿尔诸那，并对其他学生说他们的测试失败了，因为他们没有对准目标。射箭就是要集中对准目标。如果射手不能集中对准目标，就不可能射中。这就是那天朵那查尔亚给学生们传授的经验。

这只是一个选自《摩诃婆罗多》的有趣故事，与“低风险高收益”投资有何关系？

让我们先看一下投资的世界是什么样子的。全世界有十万多个公司在几十个股票交易市场公开上市。而且，全球随时都有几十万只私营公司的股票可供交易。还有几万种固定收益证券、货币、商品、有形资产、认购及认沽期权、共同基金、对冲基金、国库券等，提供给投资者的投资目标范围和数值都各不相同。

“低风险高收益”投资者只投资于简单的、充分了解的公司。只根

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

据这个要求就可以排除99%可能的投资选择。现在，像阿尔诸那一样，我们要学会只关注简单的、容易了解的股票。我们要量力而行，不受任何能力范围之外的因素干扰。在能力范围之内，阅读有关书籍、刊物、公司报告和行业期刊等。说不定什么时候，关于一个公司的一些情况就会出现在你的面前。如果你感觉有价值，公司的股价比内在价值低出很多，就意味着买进这只股票的时候到了。这时，你要像阿尔诸那一样集中全部注意力。你只要关注这一家公司，排除一切杂念，就当世界别无它物。深入研究下去，证实这个投资机会是否真的极具价值。问自己这个投资是否符合“低成本高收益”的模式。多数时候都不会像你想象中那么划算，有时会受其他因素干扰，最后你可能会放弃。如果那样，就在自己能力范围之内重新搜索。如果又一次遇到机会，密切关注它直到决定放弃或认为符合“低风险高收益”的条件后决定投资。

不要犯下同时兼顾五个公司这样的致命性错误。尽你所能去了解出现在你面前的投资机会，始终专注于它。只有对它的分析彻底结束，才能转向能力范围内的其他目标。

最后，我愿意与大家分享一些想法。学习的最佳途径是传授，写这本书对我是一个绝佳的学习过程。如果没有约翰威利父子出版社同事的鼓励，我就不会写书。我感谢这个机会和经历。

全书只是关注追求财富最大化的方法。我的父亲于1997年过世。他经常说我们降生和离世之时都身无分文，没有人能带走一文钱。他说我们要在出生和死亡之间填补空缺。所以我想补充说，专注于追求财富最大化或为自己和家庭创造幸福是实现人生意义的较好途径。

亚伯拉罕·乔治来自印度的喀拉拉邦，我为他是我的朋友而自豪。几十年前他来到美国，成为了非常优秀的企业家，几年前他卖掉公司后得到几百万美元的收入。他决定通过创办乔治基金会（www. tgfworld. org）回报社会，为此已在印度开展了一些成功的项目来帮助极度贫穷的人们。最近，一个基金会救助的穷人问他：“你为什么要帮助我?”乔治没有正面回答，只是说：“我喜欢你，这就是理由。”那个人不肯放过，继续问他：“你为什么要帮助我们?”乔治意识到那个人确实想知道真实的理由。他就给了他一个真实的回答。他说：“帮助你们让我感到高兴。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我不知道乔治从这些事情中获取的快乐是否多于拥有着一支湾流船队或世界各地的豪华房产带来的快乐。我希望你也能像亚伯拉罕·乔治那样找到快乐。

卡里·吉布朗在他的《先知》一书中分享了一些关于人生的独特视角。书中没有多余的语言和篇幅。真的很难做到吉布朗那么高的标准，但只要了解这些标准就会让我们成为更高尚的人。我有感于下面这些文字：

“给予别人财产，你不会给予很多。只有给予自己时才是真正的给予。因为财产难道不就是你怕明天就有可能用得着而保有和保护起来的东西吗？……一些人将少量财产给予了别人，为的是获取赞扬，而他们心里的这个想法让馈赠变得没有意义。

一些人给予别人资产，觉得自然而然，既不是寻求快乐，也不是出于德行……那是上帝通过这些人的手在说话，通过这些人的眼睛在向世界微笑。

你经常会说，‘我只愿意给予那些值得给予的人。’……事实上，每个值得接受黑夜与白天的人都值得从你那里接受任何东西。每一个值得引用生命之水的人都值得从你的涓涓细流中获取一杯。

要先看到，你自己值得成为一个给予者、一个给予工具。因为真理在于：生命是由生命给予的，而愿意让自己成为给予者的你，就是生命的化身。”

——卡里·吉布朗

我建议你充分利用“低风险高收益”投资技巧，追求财富的最大化。但是我也希望，在你的身体还没有开始衰退之时，要用一些时间和依靠“低风险高收益”投资方法赚来的钱，让这个世界变得更好。我们无法改变世界，但是可以改善一个人、十个人、一百个人甚至几千个人的世界。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

致　　谢

本书是我在阅读、与朋友交流和其他身心体验的过程中接受的各种观点的结晶。属于我自己的观点不多，基本上所有的东西都是拿来的。

如果没有沃伦·巴菲特，就不会有帕伯莱基金，也不会有这本书的出现。沃伦·巴菲特和查理·芒格对我思想的影响是不可低估的。他们的视角以这样或那样的形式体现在本书的每一页。我无法报答他们几十年来无私地与我分享宝贵知识。我要感谢沃伦和查理。

我非常感谢我亲爱的朋友，帕特·菲茨杰拉德和他的女儿米歇尔，感谢他们建议我考虑写这本书。当时我并没有写这本书的打算。我感谢他们的坚持和鼓励。米歇尔对本书投入了极大的个人兴趣，非常感谢她所做的工作。我也要感谢威利出版社的编辑黛布拉·英格兰德提供的良好建议。我与威利出版社每个人的合作都很愉快，比如格雷格·弗里德曼和克里斯蒂娜·范里根。

青年总裁组织中的同伴们也伴随我走过了一段经历。感谢特里·亚当斯、安迪·格雷厄姆、戴夫·豪斯、迈克尔·马斯、马克·摩西、杰伊·里德和赖安·雷切斯。九年来，青年总裁组织极大地改变了我的人生。如果我没有加入这个组织，就不会有帕布莱基金和这本书。我从青年总裁组织所获得的远远大于贡献，永远都报答不尽。这是个令人赞叹的组织。

我是从大学室友埃杰·德赛那里第一次听到 Dhandho 这个词。我们失去联系近十年了，非常高兴能够再次相见，追忆那些关于“低风险高收益”模式的热烈讨论。感谢埃杰。

帕伯莱基金公司办公室经理伊莎贝尔·塞克和 Source4 公司的玛丽贝思·纳吉认真地编辑了手稿。感谢玛丽贝思和伊莎贝尔。感谢惠特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尼·蒂尔森的编辑建议。我的朋友沙伊·达尔达什蒂鼓励我增加回馈意见部分，这很重要。感谢沙伊。我的好朋友和好邻居萨米尔·多什将我介绍给马尼拉尔·沙乌达里认识，对马尼拉尔的采访才能得以实现。感谢马尼拉尔百忙之中抽出时间与我见面交谈。

我的女儿，芒苏和莫玛奇从一开始就对本书表现出兴奋和支持的态度。我在写作时一直想着她俩和她俩的子女和孙辈。想到有一天我的一个小孙孙从灰尘中摸索出这本书读起来的情景让我感到非常高兴。我恐怕不能活到那个时候，但仅这个意念就足以鼓舞我日夜兼程地完成写作。

先父阿曼·帕伯莱在我小的时候就开始教我宝贵的“低风险高收益”经验。他一直这么实践着。上大学前我已经学到了工商管理硕士的知识，而且每天都在应用。谢谢爸爸，我怀念您。我还继续使用母亲的信封背面计算方法来迅速分析出业务状况。

我的妻子，也是我最好的朋友哈利娜·卡普尔，一直以来对我的事业给予了莫大的支持。她是手稿的第一个读者。谢谢你，我爱你胜过你的想象。生命是一次旅行，旅程本身就是归宿。无数亲朋好友的陪伴使这个旅程变得精彩无比。我谨此向每个人致以深深的谢意。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2007年度亚马逊网站投资类超级畅销书

莫尼什·帕伯莱是一个洞察力很强的思想者，他善于解读财经领域的深奥之处，并知道如何将其娓娓道来。你可能已被华尔街股价的涨落所迷惑，或者觉得自己尚能把握，但无论怎样，读了这本书后你都会加深了解。书中交融着帕伯莱对高端财经的描述，对深度价值投资核心原则的精辟论证以及指导个人投资的小贴士。

——施蒂芬尼·费驰，《福布斯》欧洲局局长

我一气呵成读完这本书，爱不释手。莫尼什说出了他非凡成功的“秘密”，为价值投资领域的文献作出了重要贡献。

——惠特尼·蒂尔森，价值投资协会主席
《价值投资者观察》杂志执行编辑、创始人
纽约对冲基金 T2 Partners LLC的普通合伙人、创始人

该书所列举的众多例子都记录了创业者在“低风险、高收益”的原则下是如何逐步致富并实现资本的逐步扩张的，该书中的很多例子虽然并非发生在中国，但其思想却适用于地球上的任何一个角落。”

——中央财经大学证券期货研究所所长 贺强

莫尼什·帕伯莱在这本书中向我们娓娓讲述了一种相当精明的投资模式，即低风险高收益的投资模式。它虽然看似浅显，但简单的外表下面蕴含着深刻的道理。

——招商证券股份有限公司董事长 宫少林



图书上架建议 **股票投资**

Copies of this book sold without a wiley sticker on the cover are unauthorized and illegal
封面无防伪标均为盗版

ISBN 978-7-111-24434-9



www.wiley.com

地址：北京市百万庄大街22号 邮政编码：100037
联系电话：(010) 68326294 网址：http://www.cmpbook.com
E-mail:online@cmpbook.com

定价：30.00元

